

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير

السوق المالية الإسلامية

دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية

تحت إشراف:

من إعداد:

الأستاذ الدكتور صالح صالحي

شافية كتاف

أعضاء لجنة المناقشة

رئيساً	جامعة سطيف-1	أستاذ التعليم العالي	أ.د بالرقي تيجاني
مشرفاً ومقرراً	جامعة سطيف-1	أستاذ التعليم العالي	أ.د صالح صالحي
مناقشاً	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د أحمد جميل
مناقشاً	جامعة بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د صالح مفتاح
مناقشاً	جامعة باتنة	أستاذ التعليم العالي	أ.د حمدي محمد الصالح
مناقشاً	جامعة سطيف-1	أستاذ محاضر	د. خبابة حسان

السنة الجامعية: 2013 - 2014



مقدمة عامة

مَهَيِّد :

- 1- مشـكلة البحث؛
- 2- فرضيات البحث؛
- 3- أهداف البحث؛
- 4- أهمية الموضوع؛
- 5- منهج الدراسة؛
- 6- مصادر الدراسة؛
- 7- الدراسات السابقة؛
- 8- خطة البحث.

مَهَيِّدٌ

بعد التجربة الرائدة في مجال العمل المصرفي الإسلامي ونجاح الممارسة العملية للمصارف الإسلامية، التي استطاعت في فترة وجيزة من ظهورها أن تحقق نجاحات واضحة ومهمّة، تجسّدت في تزايد عددها ومعدل نموّها وانتشارها في مختلف أنحاء العالم، وتمكّنت بذلك من الانتقال من مرحلة البناء والتأسيس إلى مرحلة التوسّع والانتشار، فبعد هذا النجاح تبين أنّ المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية واجهتها مشاكل عديدة وصعوبات كثيرة، شكّلت عقبات في مسيرة العمل المصرفي الإسلامي وعرقلتها عن أداء مهامها وممارسة وظائفها، بل وانحرفت بها أحياناً عن تحقيق الأهداف المسطرة لها والمتنظرة منها، خاصّةً منها مشكلة الاستثمار قصير الأجل.

ولمّا كان موضوع التنمية الاقتصادية يشكّل الشاغل الأكبر والهدف الأسمى الذي تسعى وتتطلّع مختلف الدول لتحقيقه خاصّةً الإسلامية منها، وذلك في ظل قصور المصارف الإسلامية وعدم قدرتها على تقديم الموارد المالية اللازمة والكافية لتمويل التنمية من جهة، وعجز القنوات التقليدية على تعبئة وتجميع المدخرات اللازمة لتمويل التنمية من جهةٍ أخرى، فقد توجّه البحث والاهتمام نحو إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية، تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وتتقيّد بأحكامها، حيث أنّها تُعدّ العلاج الأفضل والأنسب لمعظم المشاكل التي تواجه المصارف الإسلامية وتحد من نجاحها، وفي نفس الوقت الحل الأمثل والأبجع لمشكلة التنمية الاقتصادية في البلاد الإسلامية، خاصّةً وأنّ السوق المالية التقليدية وهي بحالتها الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، تكتنفها العديد من المخالفات الشرعية وتشوبها الكثير من المعاملات المحظورة: كالربا والغرر والقمار وغيره.

وحيث أنّ نجاح الأسواق المالية وتطوّرها، يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوّع وتطوّر الأدوات المالية المتداولة فيها، فإنّ الأمر يستدعي تكثيف وتنسيق الجهود والعمل على تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً، والتي من شأنها توسيع وتفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكملّ وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهةٍ أخرى.

فالسوق المالية الإسلامية، وبما يمكن أن تتضمنه من أدوات مالية إسلامية متنوعة: كالأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، بالإضافة إلى الأدوات الأخرى المستحدثة، أو حتى الممكن تطويرها مستقبلاً: كعقود الخيارات وعقود المستقبلات والعقود الآجلة الإسلامية، سوف تساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي والمالي الإسلامي، كما سيكون لها دور كبير في إحداث التنمية الاقتصادية المنشودة خاصة في البلاد الإسلامية.

① مشكلة البحث :

من المعروف أنّ عملية التنمية الاقتصادية في أيّ دولة تتطلب تجميعاً كبيراً وطويل المدى لرؤوس الأموال، وحيث أنّ المصارف التجارية خاصة في البلاد الإسلامية، لا تستطيع القيام بمفردها بتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل بسبب قلة الأرصدة المتاحة لديها، فإنّ الحل الأفضل والبديل الأمثل والخيار الأنسب لذلك، يكمن في الأسواق المالية التي تبرز أهميتها في هذا المجال، حيث أضحت تُعد ضرورة عصرية ومطلباً حيويّاً لدعم عملية التنمية الاقتصادية خصوصاً في الدول الإسلامية، وذلك من خلال قيامها بتجميع وتعبئة المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي، وتوجيهها نحو أصحاب العجز التمويلي لتحويلها إلى استثمارات مختلفة ومشاريع منتجة وحيوية تسهم في عملية التنمية الاقتصادية.

لكن ورغم الأهمية البالغة والمكانة الهامة والمميّزة للأسواق المالية التي تعتبر الركيزة الأساسية في عملية التنمية الاقتصادية، إلّا أنّه لا يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولوجها أو التعامل فيها وبالتالي الاستفادة منها، وذلك نظراً للمخالفات الشرعية الكثيرة التي تشوبها والتعاملات والصفقات المحظورة التي تتم فيها والسلوكيات اللاأخلاقية التي باتت تميّزها، وعليه فإنّ وجود سوق مالية خاصة بها تنضبط بالضوابط الشرعية وتقوم على الالتزام الشرعي في كافة عناصرها وهيئاتها ومؤسساتها وصفقاتها وتعاملاتها أصبح أمراً في غاية الضرورة.

ولعلّ أولى الخطوات وأهمّها لإنشاء سوق مالية تنسجم وضوابط الشريعة الإسلامية، تكمن في مدى توفر ووجود الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في هذه السوق، فكما هو معلوم فإنّ تنوّع وتطوّر

الأدوات المالية وإتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يُضفي النجاح والتميز على أداء الأسواق المالية، ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها وتطورها.

ومن هنا تطرح إشكالية البحث الأساسية التالية:

- ما هو دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية خاصة في

الدول العربية والإسلامية؟

وتتفرّع عن هذه الإشكالية الرئيسة، التساؤلات الفرعية التالية:

- أ- في ما تتمثل أهم مبادئ وخصائص ووظائف السوق المالية الإسلامية؟ وما هي أهم مؤسساتها ونظم عملياتها؟ وما أهميتها بالنسبة للدول الإسلامية؟ وما الذي يميّزها عن السوق المالية القائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي؟
- ب- ما الذي يميّز الأسهم والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية؟ وما هي أهم شروط وضوابط إصدارها وتداولها؟ وهل يمكنها فعلاً أن تساهم في تفعيل وتنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية؟ وإلى أيّ مدى ساهمت الأدوات المالية الإسلامية المدرجة حالياً في الأسواق المالية من تحسين أداء هذه الأسواق وتنشيطها؟
- ج- ما هي أهم خصائص ووظائف المشتقات المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي ومؤشرات السوق المالية الإسلامية؟ وإلى أيّ مدى يمكن للهندسة المالية الإسلامية أن تساهم في تدعيم السوق المالية الإسلامية وتطويرها؟

② فرضيات البحث: سنحاول من خلال هذه الدراسة الانطلاق من الفرضيات التالية:

- أ- تختلف السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، في مختلف هيئاتها ومؤسساتها ومبادئها ومهامها ونظم عملياتها وتعاملاتها وأدواتها المتداولة فيها؛

- ب- تساهم الأدوات المالية الإسلامية وخاصةً الأسهم الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية؛
- ج- تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

③ أهداف البحث: يحاول هذا البحث الوصول إلى الأهداف التالية:

- أ- توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام، مع محاولة الوقوف على أثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي بشكلٍ خاص؛
- ب- إبراز المعالم الأساسية للسوق المالية وفق المنظور الإسلامي، وذلك انطلاقاً من تقويم نموذج سوق المال التقليدي؛
- ج- التعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية والوقوف على مختلف جوانبها وجزئياتها؛
- د- توضيح دور ومساهمة الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية؛
- هـ- الوقوف على أهمية الهندسة المالية الإسلامية وتوضيح مساهمتها ودورها في تدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

④ أهمية الموضوع: تكمن أهمية هذه الدراسة فيما يلي:

- أ- تُعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأنسب والأمثل لقضية التنمية الاقتصادية في البلاد الإسلامية، إذ أنّ السوق المالية تعمل على توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع التنموية المختلفة، من خلال نقل الفوائض المالية من الوحدات ذات الفائض التمويلي إلى الوحدات ذات العجز التمويلي في إطار نظام المشاركة؛
- ب- تُعد السوق المالية الإسلامية العلاج الأفضل لمعظم المشاكل التي تواجه المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وتعرقلها عن أداء نشاطها وتحد من نجاحها؛

- ج- تؤكد هذه الدراسة على أنّ الأدوات المالية التي تنسجم وضوابط الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولًا، يمكنها أن تكون بديلاً للأدوات المالية التقليدية وتحل محلّها، بل وحتى منافسًا لها؛
- د- معالجة موضوع مهم من مواضيع المالية الإسلامية، يتعلّق بتحليل دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية.

5 منهج الدراسة:

لغرض توضيح وإبراز أهمية الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية، فقد نهجت هذه الدراسة منهجًا نظريًا في بعض الأحيان ونظريًا وتطبيقيًا في أحيانٍ أخرى، حيث تمّ 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 حاليًا في بعض الأسواق المالية التقليدية.

ولأجل ذلك، وبالنظر إلى طبيعة الموضوع ومن أجل اختبار فروض البحث وتحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، فإنّ المنهج المتّبع في هذه الدراسة هو "الأسلوب الوصفي التحليلي"، الذي يعتمد على جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها، للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، وذلك باستخدام أدوات إيضاحية كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية كلّما دعت الحاجة لذلك.

6 مصادر الدراسة:

سيتم إعداد هذه الدراسة بشقيها: النظري والتطبيقي، بالاعتماد على عدّة مصادر مختلفة ومنوّعة من اللّغتين العربية والأجنبية، وتتمثّل خاصّة في: الكتب والمعاجم والأبحاث والدراسات والمقالات التي نُشرت إمّا في المجالات المحلية والدولية أو تلك التي نوقشت في الملتقيات والندوات، بالإضافة إلى الاستعانة

ببعض المواقع المتوفرة على شبكة الانترنت للحصول منها على بعض المعلومات والبيانات والتقارير الدورية والإحصائيات المتعلقة بموضوع الدراسة.

و قد تناولت هذه المراجع والمصادر بشكل مباشر أو غير مباشر جزئيات وجوانب مختلفة من البحث موضوع الدراسة.

7 الدراسات السابقة:

فيما يخص موضوع: «دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية»، وبعد الاطلاع على الأبحاث والدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، تبين أنّ أغلب الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل منفصل دون الربط بين جزئيه، فبعضها تطرّق لموضوع السوق المالية الإسلامية، والبعض الآخر تناول موضوع الأدوات المالية الإسلامية، ومع ذلك فهناك العديد من الكتب والمقالات والأبحاث والدراسات التي تقترب مضامينها من موضوع هذه الدراسة ومن أهمّها:

أ- دراسة أحمد محيي الدين، بعنوان: "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط التداول بالبورصات العربية"، سنة 1994:

لقد قام الباحث من خلال هذه الدراسة بتوضيح مفهوم الأدوات المالية الإسلامية، وكيف يمكن لهذه الأدوات أن تقوم بتنشيط التداول في الأسواق المالية، كما تطرّقت هذه الدراسة أيضاً لضرورة تهيئة البورصات العربية حتى يمكنها تقبل التعامل بالأدوات المالية الإسلامية.

ب- دراسة عبد الرحمن يسري أحمد، بعنوان: "تجربة الأوراق المالية الإسلامية وأوضاعها في الأسواق المالية للبلدان الإسلامية وتقدير الحاجة لسوق إسلامية ثانوية"، سنة 1996:

استعرضت هذه الدراسة مختلف أنواع الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية التقليدية وأهم صفاتها وخصائصها وموقعها من الفقه الإسلامي، كما تناولت الدراسة واقع وظروف الأسواق المالية

القائمة في بعض الدول الإسلامية، ومن ثمّ توضيح الظروف التي تستدعي وتتطلب قيام سوق ثانوية إسلامية للأوراق المالية وأهم الشروط الأساسية اللازمة لها مع توضيح مختلف أهدافها ووظائفها المنتظرة منها، واختتم دراسته بذكر أهم النتائج المستخلصة من الدراسة.

ج- دراسة محمد صبري هارون، بعنوان "أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)"، سنة 1999:

تناول الباحث بالدراسة موضوع الأسواق المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي، بتوضيح مفهومها ومراحل نشأتها وأهم أنواعها وخصائصها ودورها في عملية التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي، ومن ثمّ توضيح أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن تنضبط وتتقيد بها الأسواق المالية، كما ركّزت الدراسة أيضاً وبنوع من التفصيل على موضوع الأسهم والسندات من مختلف جوانبها وكل ما يتعلّق بها من ضوابط وأحكام، ولم يُغفل الباحث في دراسته موضوع الأدوات المالية الإسلامية التي تناولها وتطرّق إليها وركّز على سُبل وإمكانيات تطويرها، وقد اختتمت الدراسة بعدّة نتائج أغلبها كان عبارة عن ملخص للأحكام الفقهية التي احتوتها الدراسة.

د- دراسة شعبان محمد إسلام البرواري، بعنوان: "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية"، سنة 2002:

قام الباحث من خلال هذه الدراسة بوصف بورصة الأوراق المالية وما تقوم به من وظائف وما يجري فيها من معاملات وعمليات، ثمّ تحليلها ونقدها من منظور إسلامي، كما بيّن الصيغ الشرعية التي تكتمل بها بورصة الأوراق المالية الإسلامية في مسائل الأسهم والسندات والصكوك والعقود الخاصّة، وذلك من أجل إقامة السوق وفق الضوابط الشرعية، كما تحدّث عن التكييف الفقهي لسندات المقارضة ومدى علاقتها بربا الديون، مع بيان الفرق بين المضاربة في الفقه الإسلامي وبورصة الأوراق المالية.

وأخيراً تناول ضوابط وشروط إقامة سوق أوراق مالية إسلامية، وذلك من خلال التقويم الشرعي والاقتصادي لنموذج بورصة الأوراق المالية العصرية، لتنمية المعاملات التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة حتى تأخذ جميع المعاملات الصيغة الإسلامية.

هـ- دراسة كمال توفيق خطاب، بعنوان: "نحو سوق مالية إسلامية"، سنة 2005:

لقد هدف الباحث من خلال هذه الدراسة البحث في إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبلات والعقود الآجلة، ولأجل ذلك فقد بدأت هذه الدراسة بتوضيح الأدب الاقتصادي والمالي المتعلق بالموضوع، ومن ثمّ عرض آليات العمل بالخيارات والمستقبلات والعقود المؤجلة في السوق المالية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك لغرض تقييمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، وقد توصلت الدراسة إلى أنّه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصّة، كما أنّ وجود هذه السوق سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها.

و- دراسة قيصر عبد الكريم الهيتي، بعنوان: "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، سنة 2006:

لغرض توضيح أثر أساليب الاستثمار الإسلامي على الأسواق المالية قام الباحث بدايةً بدراسة الإطار العام للاستثمار الإسلامي، مع التركيز على أهم أساليبه التي حصرها في أساليب المشاركة وأساليب البيوع وأساليب الإجارة وبعض الأساليب الأخرى، ثمّ تناول موضوع الاستثمار في الأسواق المالية ومن ثمّ أثر أساليب الاستثمار الإسلامي على الأسواق المالية، والتي صنّفها إلى آثار اقتصادية وآثار اجتماعية وآثار عامة، وقد خلصت الدراسة إلى أنّ أساليب الاستثمار الإسلامي القديمة بطبيعتها، المتجدّدة بقبالها المعاصر، وفّرت البدائل الشرعية والحلول المناسبة أمام أساليب الاستثمار التقليدية في الأسواق المالية، وهو ما يتلاءم مع رغبات المستثمرين اللّاربيين، ويتّفق مع الضوابط الشرعية التي وضعها العلماء في هذا الشأن، إلّا أنّ هذه الدراسة ركّزت على جانب أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية التقليدية (البورصات) دون الإسلامية.

ز- دراسة أشرف محمد دوابه، بعنوان: "نحو سوق مالية إسلامية"، سنة 2006:

لقد جاءت هذه الدراسة لتأكّد على أهمية السوق المالية الإسلامية، انطلاقاً من تعريف الأسواق المالية وتوضيح أهم تقسيماتها ووظائفها وأهم مراحل نشأتها وتطوّرها، وما يتداول فيها من أدوات استثمارية وتوضيح قواعد وإجراءات التعامل فيها مع بيان ما يتعلّق بها من أحكام شرعية، وذلك من أجل إنشاء سوق مالية إسلامية موحّدة تعمل على تشجيع حركة انتقال رؤوس الأموال بين الدول الإسلامية، واستعادة

الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، وتدعيم التجارة البينية الإسلامية، وتوفير مصادر التمويل اللازمة للمشروعات الإنتاجية.

ح- دراسة محمد وجيه حنيني، بعنوان: "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية"، سنة 2008:

لقد أراد الباحث من خلال هذه الدراسة تكوين رؤية محدّدة المعالم تهتم بمشكلة إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال التعرف على متطلبات ومعوقات هذا التحويل والأبعاد والملازمات الاقتصادية والشرعية والقانونية المحيطة به، والتأكد من مدى قدرة الهندسة المالية الإسلامية على إيجاد البدائل وابتكار الحلول لمشكلات السيولة وتكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر التي تعالجها الهندسة المالية التقليدية.

وقد توصّلت الدراسة إلى إمكانية تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة في إطارها النظري، وتمّ تصميم أدوات إسلامية تفي بأغراض المستثمرين والمتحوّطين لإدارة السيولة وتخفيض تكاليف الإنتاج وإدارة المخاطر، ممّا ينعكس إيجابياً على الكفاءة الاقتصادية، كما توصّل الباحث إلى إمكانية تحويل بورصة عمان للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

ط- دراسة محمد الأمين ولد عالي، بعنوان: "التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)"، سنة 2010:

لغرض الإلمام بجوانب هذا الموضوع قام الباحث بدايةً بالتطرّق لموضوع مقاصد الشريعة وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية، وقام بعقد مقارنة بين السوق المالية في النظام الاقتصادي الربوي والسوق المالية الإسلامية موضّحاً أهم البدائل الشرعية، كما تطرّق لموضوع التنظيم الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية، ومن ثمّ عالج موضوع التنظيم القانوني لإقامة السوق المالية الإسلامية، واختتم دراسته ببعض النتائج المستخلصة والتوصيات المقترحة.

وبعد عرض الدراسات السابقة التي تمّ الاطلاع عليها، يتّضح أنّ هذه الدراسة تختلف عن سابقتها من الدراسات في كونها تطرّقت لموضوع أهمية ومكانة ودور أهم أنواع الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، وهو موضوع لم يتم تناوله من قبل، حيث لم يتم إيجاد فيما تيسر الاطلاع

عليه أي دراسة تفرّدت بدقائق واستوعبت جميع جوانب الموضوع، وبالتالي فإنّ هذه الدراسة ستكون استكمالاً للدراسات السابقة.

8 خطة البحث: لكي تحقّق هذه الدراسة الأهداف المرجوة منها، وتجب على إشكالية البحث

والأسئلة المتفرّعة عنها، فقد تمّ تقسيم هذه الدراسة إلى ستة فصول رئيسة، تسبقها مقدمة عامة وتليها خاتمة شاملة، ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول كما يلي:

- الفصل الأول من هذه الدراسة سيخصّص لدراسة المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية،

وذلك انطلاقاً من تحديد مفهوم السوق المالية الإسلامية، وتوضيح أهم مهامها الموكلة إليها ووظائفها التي يمكن أن تقوم بها، ومبادئها التي تقوم عليها وضوابطها التي تتقيّد بها، مع التطرّق للمكوّنات الأساسية والضرورية للسوق المالية الإسلامية وتحديد أهم المتطلّبات والإجراءات اللازمة لإنشائها؛

- الفصل الثاني من هذه الدراسة سيتناول موضوع: تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية مع

الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال الوقوف على التّنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية، وتوضيح مختلف إجراءات التعامل فيها ابتداءً من عملية قيد الأوراق المالية الإسلامية إلى تبيان أوامر وطرق وتقنيات تحديد الأسعار فيها، ثمّ التطرّق لأهم المحاولات الفعلية والتجارب العملية لإنشاء سوق مالية إسلامية في كل من ماليزيا ودبي والبحرين؛

- الفصل الثالث من الدراسة سيهتم بدراسة وتحليل: دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية

الإسلامية مع دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، من خلال الوقوف على حقيقة الأسهم وتوضيح مفهومها وخصائصها وأهم أنواعها التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية، مع التركيز على الشروط القانونية والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم بمختلف أنواعها، وسيتم تدعيم هذا الفصل بدراسة تطبيقية توضّح وتبيّن دور أسهم الشركات الإسلامية في تطوير سوق الكويت للأوراق المالية؛

- الفصل الرابع سيخصّص لتوضيح: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حالة بعض الأسواق المالية العربية، وذلك انطلاقاً من توضيح مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية وأهم أنواعها، مع تسليط الضوء على أهم الشروط والضوابط القانونية والشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، كما سيتضمّن هذا الفصل دراسة تطبيقية توضّح دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية، من خلال إلقاء نظرة عامة على سوق الصكوك الإسلامية مع الوقوف على واقع الصكوك المدرجة والمتداولة في بعض الأسواق المالية؛
- الفصل الخامس من هذه الدراسة سيتطرّق لموضوع: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة حالة السوق المالية السعودية، وذلك من خلال الوقوف على مفهوم وخصائص وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية، وتوضيح أهم القواعد والضوابط الشرعية التي تضبط إصدار وتداول الوحدات الاستثمارية، وسيختتم هذا الفصل بدراسة تطبيقية توضّح أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في السوق المالية السعودية؛
- الفصل السادس والأخير من هذه الدراسة سيتطرّق لأهمية ودور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال البحث في مسائل المشتقات المالية الإسلامية، وموضوع التصكيك الإسلامي، ومؤشرات السوق المالية الإسلامية بالتركيز على مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية.

الفصل الأول: المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة ومميّزة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدور بالغ الأهمية في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة.

ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية لها مميزاتا وخصائصها التي تختص بها، ومبادئها وضوابطها التي تتقيد بها، ومقوماتها ومؤسساتها التي تدعمها، وقوانينها التي تنظمها، يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة وتزايد الاهتمام بها، وذلك نظراً للوظائف الهامة التي يمكن أن تقوم بها، خاصة فيما يتعلق بمدى مساهمتها في تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلاد الإسلامية.

وفي المقابل، فإنّ هناك العديد من المتطلبات والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى أكمل وجه، وممارسة نشاطها بفعالية وعلى النحو الذي سطر لها، ممّا يجعلها تستجيب لحاجات وظروف النشاط الاقتصادي في العالم الإسلامي.

- المبحث الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية وأنواعها؛
- المبحث الثاني: وظائف ومبادئ السوق المالية الإسلامية؛
- المبحث الثالث: مكونات السوق المالية الإسلامية ومتطلبات إنشائها.

المبحث الأول :

مفهوم السوق المالية الإسلامية وأنواعها

لا يختلف مفهوم السوق المالية الإسلامية عن مفهوم السوق المالية التقليدية من حيث الجوهر وطبيعة العمل، إلا أنها تتميز عنها بانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية، وخلوها من كافة المخالفات والمحاذير الشرعية، ويمكن توضيح ذلك من خلال العناصر التالية:

- **المطلب الأول :** مفهوم السوق المالية الإسلامية؛
- **المطلب الثاني :** أنواع السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول : مفهوم السوق المالية الإسلامية

تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام، والسوق المالية عبارة عن مصطلح مركب من جزئين: السوق والمال، ولأجل ذلك فمن الأفضل التعريف بهما أولاً قبل التعريف بالسوق المالية باعتبارها مصطلحاً له دلالة الخاصة ومفهومه المحدد، وذلك على النحو التالي:

- أولاً : تعريف السوق لغةً واصطلاحاً؛
- ثانياً : تعريف المال لغةً واصطلاحاً؛
- ثالثاً : تعريف السوق المالية الإسلامية.

أولاً : تعريف السوق لغةً واصطلاحاً

يستدعي تحديد مفهوم السوق تعريفه في اللغة، ومن ثمّ في الاصطلاح الاقتصادي، كما يلي:

- 1 - **التعريف اللغوي للسوق:** الشُّوق في لغة العرب بضم السين مأخوذة من كلمة ساق يسوق سوقاً، وهو حذو الشيء، وسميت السوق بذلك لما يساق إليها من البضائع والأشياء⁽¹⁾.
- جاء في المعجم الوسيط، السوق: الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع والابتاع⁽²⁾. والشُّوق كما جاء في لسان العرب: موضع البياعات، تذكر وتؤنث، والجمع أسواق، وتصغير السوق: سُويقة، وسميت الشُّوق بذلك لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها⁽³⁾.
- وعليه، فكلية السوق في اللغة تُطلق على مكان وموضع جغرافي محدّد، تباع فيه السلع وتشتري، كما تعرض فيه الأعمال والصناعات⁽⁴⁾.

- 2 - **تعريف السوق في الاصطلاح الاقتصادي:** إذا كانت كلمة الشُّوق تُطلق على موضع البيع والشراء وذلك بمعناها الحرفي الشائع الذي استقرّ في الأذهان وسيطر على الأفهام، فإنّها تُستخدم في

(1) - أحمد بن فارس بن زكريا أبو الحسين، "معجم مقاييس اللغة"، الجزء: 03، دار الفكر، بيروت، 1979، ص: 117.

(2) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مكتبة الشروق الدولية، مصر: 2004، ط: 04، ص: 465.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، الجزء: 10، دار صادر، بيروت، 1990، ص: 166.

(4) - عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 18.

الاصطلاح الاقتصادي في معنى أشمل وأوسع من ذلك، بحيث لا يشير هذا المعنى لا إلى مكان مادي ولا إلى حيز جغرافي مهما كانت طبيعته، فوحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام السوق، وقد عرّف بن حجر العسقلاني السوق فقال: "هو اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع"⁽¹⁾، أمّا الاقتصادي الإنجليزي مارشال فيقول بأنه: "لا يقصد الاقتصاديون باصطلاح السوق مكاناً معيّناً تُباع وتُشتري فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على اتصال حر، يُؤدّي إلى مساواة أثمان السلع التي من نوع واحد وبسهولة وبسرعة"⁽²⁾.

وعليه، فإنّ السوق بمعناه الاقتصادي ليس له مكان معيّن خاص به، إذ يكفي وجود صلة بين البائعين والمشتريين الذين تتلاقى رغباتهم في تبادل سلعة معيّنة أو خدمة محدّدة لإطلاق لفظ السوق، سواء كان هذا الاتصال مباشراً أو بأيّ وسيلة من وسائل الاتصال: كالبريد، الهاتف، التلكس ... إلخ.

ثانياً: تعريف المال لغةً واصطلاحاً

يتطلّب تحديد مفهوم المال توضيح معناه في اللغة أولاً، ومن ثمّ في الاصطلاح كما يلي:

1 - التعريف اللّغوي للمال: يُطلق المال في لغة العرب على كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار أو نقود أو حيوان⁽³⁾، جاء في لسان العرب: "المال معروف، ما ملكته من جميع الأشياء"⁽⁴⁾ وفي القاموس المحيط: "المال ما ملكته من كل شيء"⁽⁵⁾.
ورجل مئيل ومال: كثير المال⁽⁶⁾، وتموّل الرجل: صار ذا مال، ومفرده: مال وجمعه أموال⁽⁷⁾.

(1) - أحمد بن علي بن حجر العسقلاني، "فتح الباري بشرح صحيح البخاري"، الجزء الرابع، المكتبة السلفية، مصر، 2001، ص: 431.

(2) - يسري محمد أبو العلا، "المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 13.

(3) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 892.

(4) - ابن منظور، مرجع سابق، ص: 635.

(5) - الفيروز أبادي، "القاموس المحيط"، دار إحياء التراث العربي، لبنان، 2003، ص: 977.

(6) - أحمد الشرباصي، "المعجم الاقتصادي الإسلامي"، دار الجيل، لبنان، 2001، ص: 448.

(7) - محمد بن أبي بكر الرازي، "مختار الصحاح"، دار الجيل، لبنان، 2001، ص: 647.

والمال يذَّكر ويُؤثَّث، هو المال وهي المال⁽¹⁾، وسمِّي المال مالاَ لأنَّه يميل إليه النَّاس بالقلوب⁽²⁾.

والحقيقة أنَّ المال يطلق عند العرب على معانٍ عديدة تختلف ضيقاً واتِّساعاً، فمن أهل اللِّغة من خصَّصه لما يملك من ذهبٍ وفضة، ومنهم من قال: "هو الثياب والمتاع والعروض"، وأما من توسَّع منهم فيرى بأنَّه: "كل ما يُقتنى ويملك من جميع الأشياء"⁽³⁾، قال ابن الأثير: "المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة، ثم أُطلق على كل ما يقتنى ويملك من الأعيان، وأكثر ما يطلق عند العرب على الإبل، لأنَّها كانت أكثر أموالهم، وما كان منفعة الشيء كالركوب، واللبس والسكنى"⁽⁴⁾.

وعليه، فالمال لغةً ما كان في حيازة صاحبه بالفعل وتملُّكه، وما لم يكن في حيازته فلا يعد مالاَ في اللِّغة، ومن هنا يتبيَّن سبب اختلاف العرب في إطلاق اسم المال، فكل طائفة تسمي ما معها مالاَ، فأهل الإبل يسمونها مالاَ، وأهل الذهب والفضة يسمونها مالاَ وأهل النخيل يسمونها مالاَ وهكذا⁽⁵⁾.

2 - تعريف المال في الاصطلاح الاقتصادي: لقد اختلفت عبارات الفقهاء في تعريف المال اصطلاحاً نظراً لتباين وجهات نظرهم في حقيقته، غير أنَّها وإن اختلفت في بعض صياغتها فهي متقاربة في مفهومها، وتربطها حقيقة إخراج المنافع من مسمَّى (المال)، ففي حين ذهب الجمهور من المالكية والشافعية والحنابلة إلى اعتبار المنافع أموالاً، فإنَّ الحنفية لا يعدُّون المنفعة مالاَ⁽⁶⁾.

وعليه، يمكن ذكر ما استقرَّ عليه تعريف المال عند الجمهور من اعتبار المنافع أموالاً بأنَّه: "ما كان له قيمة مادية بين الناس، وجاز شرعاً الانتفاع به"⁽⁷⁾.

(1) - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، "موسوعة الإدارة العربية الإسلامية"، الجزء: 05، جامعة الدول العربية، مصر، 2004، ص: 217.

(2) - نزيه حماد، "قضايا فقهية معاصرة في المال والاقتصاد"، دار القلم، سوريا، 2001، ص: 29.

(3) - أحمد بن عبد الجبار الشعي، "ضمان المال بوضع اليد - دراسة فقهية مقارنة-"، مجلة مركز بحوث ودراسات المدينة المنورة، العدد: 30، ص: 223.

(4) - نزيه حماد، مرجع سابق، ص: 29.

(5) - أحمد بن عبد الجبار الشعي، مرجع سابق، ص: 224.

(6) - نذير بن محمد الطيب أوهاب، "حماية المال العام في الفقه الإسلامي"، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، المملكة العربية السعودية، 2001، ص: 12.

(7) - محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات) ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1999، ص: 17.

والمال في الاصطلاح الاقتصادي: "كل ما يُنتفع به على وجهٍ من وجوه النفع، كما يُعد كل ما يُقوّم بثمانٍ مالا أيّا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يُعرض في السوق وتُقدّر له قيمة فهو مال"⁽¹⁾.

أمّا المال في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية والمختصين في شؤون البورصات، فيُقصد به نوعاً خاصاً من المال، وهو المال في صورته النقدية، أي أنّ جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من أسهم وسندات وأذونات ... وغيرها، إنّما الغرض من إصدارها هو تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة، لأجل استعمالها رؤوس أموال للشركات، أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية⁽²⁾.

ثالثاً : تعريف السوق المالية الإسلامية

لغرض توضيح مفهوم السوق المالية الإسلامية، ينبغي أولاً توضيح مفهوم السوق المالية، وذلك كما يلي:

1 - تعريف السوق المالية: تحتل الأسواق المالية مكانةً هامةً في النظم الاقتصادية المعاصرة نظراً لما تقوم به من دور هام في تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولأجل ذلك فقد وردت تعريفات كثيرة بيّنت مفهوم وحقيقة الأسواق المالية. ومن هذه التعريفات نجد:

أ. يرى محمد مطر أنّ السوق المالية هي: "الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توفر قنوات اتصال فعّالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معيّنة واحدة بالنسبة لأيّة ورقة مالية متداولة فيه"⁽³⁾.

ب. أمّا Madura فيرى أنّ السوق المالية هي: "المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي"⁽⁴⁾.

(1) - شوقي عبده الساهي، "المال وطرق استثماره في الإسلام"، الدار الجامعية، مصر، 1984، ص: 23.

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

(3) - محمد مطر، "إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل، الأردن، 2006، ص: 164.

(4) - Jeff Madura, "Financial institution and markets", Seventh edition, Thomson, south- western, 2006, p: 02.

ج. أمّا محمد عثمان إسماعيل حميد فيرى أنّ السوق المالية هي: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية، تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي⁽¹⁾."

د. ويراهما أحمد أبو الفتوح الناقّة أنّها: "الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز"⁽²⁾.

ومن مجمل التعاريف السابقة التي وإن اختلفت من حيث الكلمات والعبارات إلا أنّها تتفق وتتقارب من حيث المضمون والمفهوم، يمكن توضيح الجوانب المختلفة للأسواق المالية، كما يلي:

أ. تستمد الأسواق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، وإذا كان السوق بمفهومه الحديث والمعاصر يعني الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، سواء كان ذلك من خلال الالتقاء المباشر بينهما في مكان محدّد ومعيّن، أو تمّ ذلك من خلال وسيلة اتصال فعّالة بين الطرفين، فإنّ عمليات الأسواق المالية، يمكن أن تتم أيضاً في مكان محدّد وهو ما يعرف بالبورصة، أو تتم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة وهو ما يعرف بسوق التداول خارج البورصة؛

ب. تعتبر الأسواق المالية حلقة الوصل بين طرفي التعامل فيها، وهم: المدخرون والمستثمرون، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية للأسواق المالية في جذب وتجميع المدخرات من الأطراف والفئات المدخرة، التي ترغب بالاستثمار وتسمّى بالوحدات ذات الفائض التمويلي، وتوجيهها إلى فئات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار، وتسمّى بالوحدات ذات العجز التمويلي، ويتم ذلك من خلال مؤسسات مختصة تعمل كوسيط بين المجموعتين والتي يُطلق عليها: الوسطاء الماليون؛

ج. يمكن للأسواق المالية أن تؤدي هذه الوظيفة من خلال أدوات مالية معيّنة، تقوم بإصدارها الوحدات الاقتصادية ذات العجز التمويلي بقدر احتياجها وعجزها، وتشترىها الوحدات الاقتصادية ذات الفائض التمويلي بقدر قدرتها ورغبتها في الاستثمار، وإذا كانت هذه الأدوات قصيرة الأجل سميت

(1) - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص: 41.

(2) - أحمد أبو الفتوح الناقّة، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 16.

السوق بسوق النقد كأذون الخزانة وشهادات الإيداع، أمّا إذا كانت لأجل طويلة سميت السوق بسوق رأس المال كالأسهم والسندات.

وبناءً على ذلك، يمكن صياغة تعريف للأسواق المالية على النحو التالي:

هي الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض التمويلي والوحدات ذات العجز التمويلي، من خلال إصدار أدوات مالية معيّنة وتداولها، ويمكن أن يكون هذا الاتصال إمّا بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر عن طريق وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، البريد ... إلخ.

2 - التعريف العام للسوق المالية الإسلامية: نظراً للدور الحيوي والمهم الذي تضطلع به الأسواق المالية الإسلامية، خاصّة في دفع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، فقد وردت عدّة تعريفات تطرّقت لحقيقة السوق المالية الإسلامية، ومن أهمّها ما يلي:

أ. عرّفها أحمد محي الدين أحمد بأنّها: "سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"⁽¹⁾.

ب. أمّا أحمد السعد فيرى بأنّها: "سوق منظّمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"⁽²⁾.

ج. في حين يرى كمال حطاب أنّ السوق المالية الإسلامية: "تعتبر فرصة مهمة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعاً ومشروعية، كما تمثّل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال،

(1) - أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، الكتاب الثاني، 1995، ص: 24.

(2) - أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008، ص: 19.

وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع"⁽¹⁾.

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

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

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

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

د. تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها:

الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللأربوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللأربوي لمشاريعها، فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها.

(1) - كمال خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية،

المطلب الثاني : أنواع السوق المالية الإسلامية

تمثل السوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وذلك وفق سياسات معينة وطرق متنوعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدة أنواع كما يلي:

- أولاً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها؛
- ثانياً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

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

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:

1 - سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية ويتضح ذلك كما يلي:

أ - مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: تسمى أيضاً: سوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل. ووفق المفهوم التقليدي فقد عرفت سوق النقد بأنها: "سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل"⁽¹⁾.

كما عرفت أيضاً بأنها: الآلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل⁽²⁾، والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية... الخ.

وعليه، فإن سوق النقد تتخصص في الأدوات قصيرة الأجل، التي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة، بحيث يمكن تسيلها في أي وقت بمجرد عرضها للبيع، بأقل قدر من الخسائر أو بدون خسائر أصلاً،

(1) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 65.

(2) - أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 135.

ولأجل ذلك فإنّ الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال خاصّة، وتتميّت سوق النقد كذلك، بسبب سرعة وسهولة تحوّل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة⁽¹⁾.

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدّد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصّصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلّكس، الفاكس ... إلخ⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ وجود سوق نقدية منظّمة ومتطوّرة ضروري ومهم جدّاً بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضاً بالنسبة للمصارف والمؤسّسات المالية، تتمثّل في أنّها تعتبر مصدر للتمويل قصير الأجل، حيث أنّها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة⁽³⁾، وحيث أنّ أهم مؤسّسات السوق النقدية هي المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنّه يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنّها تعتبر منفذاً لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتاً ممّا يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أمّا بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعاً للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها⁽⁴⁾.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإنّ النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يُعدّ بأمس الحاجة لمثل هذه السوق، كما أنّها وبما يمكن أن تؤدّيه من وظائف مهمّة تعتبر من أهم مكوّنات السوق المالية الإسلامية، غير أنّه وفي إطار سوق النقد التقليدي فإنّ أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي : أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، قبولات مصرفية .. إلخ⁽⁵⁾، وهي أدوات تستند في مجملها على الفائدة المحرّمة شرعاً، وهي بذلك

(1) - عبد النافع الزرري وغازي فرج، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 35.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 64.

(3) - محمد مطر، مرجع سابق، ص: 197.

(4) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 31.

(5) - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 15.

تشكّل عائقاً أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتفادى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.

ب - أدوات سوق النقد الإسلامي: حتى يكون للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية، لا بد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تؤدّي وظائف مماثلة لتلك التي تؤدّيها الأدوات التقليدية، وفي هذا الإطار ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية التي حلّت محل السندات الربوية، وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تمّ تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

وقد عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدّرت من أجله"⁽¹⁾. ومن هذا التعريف يتّضح ما يلي:

- تمثّل الصكوك حصّة شائعة في المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وينبغي أن يكون النشاط أو المشروع الممول يتّفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - يكون العائد حصّة من الربح الذي يحققه المشروع إن وجد، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً، أو أن يكون نسبة محدّدة مسبقاً من قيمته الاسمية؛
 - يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن ذمة مصدر الصكوك⁽²⁾.
 - تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول في البورصة، وهي بذلك تساعد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد⁽³⁾.
 - الصكوك الإسلامية هي أدوات لتمويل الاستثمارات وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.
- وبالتالي فمن الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في سوق النقد الإسلامي نجد:

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 252.

(3) - فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متوفرة على الرابط التالي: <http://www.cbos.gov.sd/node/738>

ب-1- صكوك المضاربة: هي التي تقوم من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولغرض تمويل نشاط أو مشروع استثماري معيّن، بإصدار وثائق متساوية القيمة بصفتها طرف مضارب وبيعها للمستثمرين (أصحاب المال)، على أن يتم تقسيم الأرباح وفق نسب معينة متّفق عليها والخسائر يتحمّلها أصحاب المال ما لم تقصّر الجهة المصدرة أو تُحمّل؛

ب-2- صكوك المشاركة: لا تختلف عن صكوك المضاربة إلّا من حيث أنّ الجهة المصدرة تكون طرفاً وواحداً من المشاركين لحملة الصكوك، وهي بذلك تعتبر شريكاً لهم كما هو الحال في شركات المساهمة العامة⁽¹⁾.

ب-3- صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معيّنة كالمباني والمعدات ... إلخ وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملتها فرصة الحصول على دخل الإيجار كلّ بمقدار المساهمة التي دفعها⁽²⁾.

ب-4- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمّى حصص والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلّل من المخاطر لأنّها تقوم على تنويع أوراق المحفظة⁽³⁾.

ب-5- عمليات التصكيك للأصول (التوريق): التصكيك هو العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة والمدوّرة لدخل يمكن التنبؤ به والتي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفّرها سوق النقد خاصّة فيما يتعلق بمشكل توفير السيولة⁽⁴⁾.

(1) - هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، فلسطين، 2005، ص: 22.

(2) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

(3) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

(4) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

ج - التجارب العملية لأدوات سوق النقد الإسلامي: لقد أثبتت التجربة العملية لهذه الصكوك أنها حققت نجاحاً كبيراً في العديد من الدول الإسلامية: كإيران، ماليزيا، باكستان، ولعلّ أبرز مثال على ذلك التجربة السودانية التي تميزت بإصدار وتداول العديد من الأدوات المالية في سوق النقد، ومنها نجد:

ج-1- شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم": تمّ إصدار هذه الشهادات سنة 1998، وهي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول بنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، لها قيمة إسمية محددة وقيمة محاسبية وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند التبادل، وبما أنّ لها سوق ثانوية فهي قابلة للتداول وسهلة للتسييل، وهي بذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي حيث أنّه يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة، فإذا كان النشاط الاقتصادي بحاجة إلى سيولة، يقوم بشراء هذه الشهادات من مالكيها ويعرضها للبيع في الحالة المعاكسة⁽¹⁾.

ج-2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامه): تمّ إصدار هذه الشهادة سنة 1999، وهي عبارة عن سندات قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الراجحة، وهي تمثل وسيلة فعالة لتمويل عجز الموازنة، وفي نفس الوقت تعتبر آلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي، وهي بذلك تساعد على تطوير سوق النقد⁽²⁾.

2 - سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر التكوين الرأسمالي أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ولذلك يُعد توافر عنصر رأس المال من الأمور المهمّة لتطور الدول الإسلامية ذات الحاجة إلى مشروعات استثمارية ضخمة، ورغم أنّ توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل اللازمين لقيام مثل هذه الاستثمارات يُعد من المهام والوظائف الأساسية لأسواق رأس المال، إلّا أنّه لا يمكن للدول الإسلامية الاستفادة من مزاياها وذلك نظراً لطبيعة عمل أسواق رأس المال التقليدية التي تعتمد على الفوائد المسبقة⁽³⁾.

(1) - صابر محمد حسن، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان"، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان، 2004، ص: 13.

(2) - المرجع السابق، ص: 14.

(3) - حمد الكساسبة، "الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص: 73.

أ- مفهوم سوق رأس المال التقليدي: وفق المفهوم التقليدي، تُعرف سوق رأس المال بمفهومها الواسع على أنّها: "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنقذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل"⁽¹⁾، ففيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل"⁽²⁾.

وبعبارة أخرى يمكن القول بأنّها: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصّصين"⁽³⁾.

أمّا التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال فيقتصر على السوق المنظّمة للأسهم والسندات، وهو ما يعرف بسوق الأوراق المالية (البورصة)، وفيها يتم التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، بحيث تشكّل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوّعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد"⁽⁴⁾.

ب - مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي: يُعد سوق رأس المال ضرورةً عصرية ومطلباً حيويّاً لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سُمّي كذلك إلّا لكونه: "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة"⁽⁵⁾، لكنّه وبحالته الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصّة

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 44.

(2) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 16.

(3) - محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 124.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 31.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 31.

والرسمية، ومن ثمّ استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

كما عرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنّه: "السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزامًا تامًا بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرّمة شرعًا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما شابه ذلك"⁽²⁾.

وبالتالي يمكن القول أنّ سوق رأس المال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية، من الوحدات المدخّرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وحتى يتم التأكّد من أنّ كافة أنشطة وعمليات سوق رأس المال الإسلامي تقوم على الالتزام الشرعي من جهة، ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الاستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكوّنة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية⁽³⁾.

ثانيًا: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1 - السوق الأولية: تعتبر السوق الأولية جزءًا مهمًا ومكوّنًا أساسيًا وضروريًا لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية.

أ- مفهوم السوق الأولية: تُعرف أيضًا بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصًا أي مقصورًا على المؤسّسين، أو عامًا وذلك

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 72.

(2) - Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, p: 01.

(3) - Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004, p: 03.

بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها⁽¹⁾.

فالسوق الأولي ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجةً لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

ب- دور المصارف الإسلامية في تصريف الإصدارات الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية ولغرض تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أن تقوم بالوظائف التالية:

ب-1- تقديم النصح والمشورة: تقدّم المصارف الإسلامية النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

- **نوعية الورقة المالية المعروضة:** يمكنها أن 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:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية⁽²⁾.
- **الجوانب القانونية والشرعية للإصدار:** المساعدة في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛

- **سعر الورقة المالية المصدرة:** يوظّف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتمكن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين⁽³⁾.

ب-2- المساعدة في تسجيل الوثائق: تقوم المصارف الإسلامية 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 الموضّحة بالطلب

(1) - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 15.

(2) - السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص: 219.

(3) - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص: 108.

(الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لـ 03 سنوات سابقة،...) كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ويتولّى المصرف إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين⁽¹⁾.

ب-3- الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية في هذا الإطار أن تقوم بـ:

- القيام بعملية التسويق وترويج الاكتتاب: تبدأ عملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولّى المصرف الإسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاكتتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدة طرق: كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات، ... إلخ⁽²⁾.
 - إصدار شهادات الاكتتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة⁽³⁾.
 - التعهد بتغطية الإصدار: يقوم المصرف الإسلامي بعملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية بصفته وكيلاً عن الجهة المصدرة.
- ب-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 - السّوق الثانوية: تحتل السوق الثانوية مكانةً هامّة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حدٍ كبير في استمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، ويتّضح ذلك كما يلي:

أ- مفهوم السّوق الثانوية: وتسمّى أيضاً بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية ...) التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتمّ الاكتتاب فيها⁽⁴⁾، ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حامليها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالتعامل في هذه السّوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى

(1) - منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 486.

(2) - عاشور عبد الجواد عبد المطلب، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص: 22.

(3) - سيد طه بدوي، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 135.

(4) - محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 13.

آخر، وسمي هذا السوق سوقاً ثانوياً لأنه يتعلّق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأول مرة، لذلك يسمّيه البعض: "صفقات اليد الثانية" وأيضاً "سوق الإصدارات القديمة".

ب- أهمية ووظائف السوق الثانوية: السوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إمّا لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جزاء عمليات التداول كما هو الحال في السوق الأولية⁽¹⁾. ولذلك تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الاستثمار المالي، وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق الثانوية لا تعتبر سوق تبادل وانتقال الملكية فحسب، بل تقوم أيضاً بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أنّ 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، لأنّ ذلك سيؤدّي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والاكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصّة بشركات جديدة تؤسّس لأول مرّة، أم لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية⁽³⁾، وهو أمر بلا شك سيعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة إسلامية وتوسيع مشاريع إنتاجية وهو ما تسعى السوق المالية الإسلامية بشقيها الأولي والثانوي إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

(1) - محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 81.

(2) - أشرف دوابة، "نحو سوق مالية عربية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي"، الأردن، 2004، ص: 04.

(3) - أسامة فخري عبد اللطيف، "دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"، مجلة الجنودول، السنة: 04، العدد: 32، جانفي 2007،

متوفر على الرابط التالي: <http://jandoolmag.150m.com/Prev.%20Issues.htm>

متوفر على الرابط التالي:

المطلب الثاني : أنواع السوق المالية الإسلامية

تمثل السّوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وذلك وفق سياسات معيّنة وطرق متنوّعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدّة أنواع كما يلي:

- أولاً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها؛
- ثانياً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

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

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:

1 - سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكّونات وأقسام السوق المالية الإسلامية ويتضح ذلك كما يلي:

أ - مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: تسمّى أيضاً: سوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل. ووفق المفهوم التقليدي فقد عرفت سوق النقد بأنّها: "سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل"⁽¹⁾.

كما عرفت أيضاً بأنّها: الآلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل⁽²⁾، والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية... الخ.

وعليه، فإنّ سوق النقد تتخصّص في الأدوات قصيرة الأجل، التي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة، بحيث يمكن تسيلها في أيّ وقت بمجرد عرضها للبيع، بأقل قدرٍ من الخسائر أو بدون خسائر أصلاً،

(1) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 65.

(2) - أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 135.

ولأجل ذلك فإنّ الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال خاصّة، وتتميّت سوق النقد كذلك، بسبب سرعة وسهولة تحوّل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة⁽¹⁾.

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدّد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصّصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلّكس، الفاكس ... إلخ⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ وجود سوق نقدية منظّمة ومتطوّرة ضروري ومهم جدّاً بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضاً بالنسبة للمصارف والمؤسّسات المالية، تتمثّل في أنّها تعتبر مصدر للتمويل قصير الأجل، حيث أنّها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة⁽³⁾، وحيث أنّ أهم مؤسّسات السوق النقدية هي المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنّه يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنّها تعتبر منفذاً لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتاً ممّا يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أمّا بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعاً للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها⁽⁴⁾.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإنّ النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يُعدّ بأمر الحاجة لمثل هذه السوق، كما أنّها وبما يمكن أن تؤدّي من وظائف مهمّة تعتبر من أهم مكوّنات السوق المالية الإسلامية، غير أنّه وفي إطار سوق النقد التقليدي فإنّ أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي : أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، قبولات مصرفية .. إلخ⁽⁵⁾، وهي أدوات تستند في مجملها على الفائدة المحرّمة شرعاً، وهي بذلك

(1) - عبد النافع الزرري وغازي فرج، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 35.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 64.

(3) - محمد مطر، مرجع سابق، ص: 197.

(4) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 31.

(5) - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 15.

تشكّل عائقاً أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتفادى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.

ب - أدوات سوق النقد الإسلامي: حتى يكون للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية، لا بد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تؤدّي وظائف مماثلة لتلك التي تؤدّيها الأدوات التقليدية، وفي هذا الإطار ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية التي حلّت محل السندات الربوية، وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تمّ تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

وقد عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدّرت من أجله"⁽¹⁾. ومن هذا التعريف يتّضح ما يلي:

- تمثل الصكوك حصّة شائعة في المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وينبغي أن يكون النشاط أو المشروع الممول يتّفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - يكون العائد حصّة من الربح الذي يحققه المشروع إن وجد، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً، أو أن يكون نسبة محدّدة مسبقاً من قيمته الاسمية؛
 - يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن ذمة مصدر الصكوك⁽²⁾.
 - تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول في البورصة، وهي بذلك تساعد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد⁽³⁾.
 - الصكوك الإسلامية هي أدوات لتمويل الاستثمارات وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.
- وبالتالي فمن الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في سوق النقد الإسلامي نجد:

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 252.

(3) - فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متوفرة على الرابط التالي: <http://www.cbos.gov.sd/node/738>

ب-1- صكوك المضاربة: هي التي تقوم من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولغرض تمويل نشاط أو مشروع استثماري معيّن، بإصدار وثائق متساوية القيمة بصفتها طرف مضارب وبيعها للمستثمرين (أصحاب المال)، على أن يتم تقسيم الأرباح وفق نسب معينة متّفق عليها والخسائر يتحمّلها أصحاب المال ما لم تقصّر الجهة المصدرة أو تُحمّل؛

ب-2- صكوك المشاركة: لا تختلف عن صكوك المضاربة إلّا من حيث أنّ الجهة المصدرة تكون طرفاً وواحداً من المشاركين لحملة الصكوك، وهي بذلك تعتبر شريكاً لهم كما هو الحال في شركات المساهمة العامة⁽¹⁾.

ب-3- صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معيّنة كالمباني والمعدات ... إلخ وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملتها فرصة الحصول على دخل الإيجار كلّ بمقدار المساهمة التي دفعها⁽²⁾.

ب-4- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمّى حصص والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلّل من المخاطر لأنّها تقوم على تنويع أوراق المحفظة⁽³⁾.

ب-5- عمليات التصكيك للأصول (التوريق): التصكيك هو العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة والمدوّرة لدخل يمكن التنبؤ به والتي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفّرها سوق النقد خاصّة فيما يتعلق بمشكل توفير السيولة⁽⁴⁾.

(1) - هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، فلسطين، 2005، ص: 22.

(2) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

(3) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

(4) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

ج - التجارب العملية لأدوات سوق النقد الإسلامي: لقد أثبتت التجربة العملية لهذه الصكوك أنها حققت نجاحاً كبيراً في العديد من الدول الإسلامية: كإيران، ماليزيا، باكستان، ولعلّ أبرز مثال على ذلك التجربة السودانية التي تميزت بإصدار وتداول العديد من الأدوات المالية في سوق النقد، ومنها نجد:

ج-1- شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم": تمّ إصدار هذه الشهادات سنة 1998، وهي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول بنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، لها قيمة إسمية محددة وقيمة محاسبية وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند التبادل، وبما أنّ لها سوق ثانوية فهي قابلة للتداول وسهلة للتسييل، وهي بذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي حيث أنّه يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة، فإذا كان النشاط الاقتصادي بحاجة إلى سيولة، يقوم بشراء هذه الشهادات من مالكيها ويعرضها للبيع في الحالة المعاكسة⁽¹⁾.

ج-2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامه): تمّ إصدار هذه الشهادة سنة 1999، وهي عبارة عن سندات قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الراجحة، وهي تمثل وسيلة فعالة لتمويل عجز الموازنة، وفي نفس الوقت تعتبر آلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي، وهي بذلك تساعد على تطوير سوق النقد⁽²⁾.

2 - سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر التكوين الرأسمالي أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ولذلك يُعد توافر عنصر رأس المال من الأمور المهمّة لتطور الدول الإسلامية ذات الحاجة إلى مشروعات استثمارية ضخمة، ورغم أنّ توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل اللازمين لقيام مثل هذه الاستثمارات يُعد من المهام والوظائف الأساسية لأسواق رأس المال، إلّا أنّه لا يمكن للدول الإسلامية الاستفادة من مزاياها وذلك نظراً لطبيعة عمل أسواق رأس المال التقليدية التي تعتمد على الفوائد المسبقة⁽³⁾.

(1) - صابر محمد حسن، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان"، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان، 2004، ص: 13.

(2) - المرجع السابق، ص: 14.

(3) - حمد الكساسبة، "الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص: 73.

أ- مفهوم سوق رأس المال التقليدي: وفق المفهوم التقليدي، تُعرف سوق رأس المال بمفهومها الواسع على أنّها: "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنقذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل"⁽¹⁾، ففيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل"⁽²⁾.

وبعبارة أخرى يمكن القول بأنّها: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطالبين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصّصين"⁽³⁾.

أمّا التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال فيقتصر على السوق المنظّمة للأسهم والسندات، وهو ما يعرف بسوق الأوراق المالية (البورصة)، وفيها يتم التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، بحيث تشكّل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد"⁽⁴⁾.

ب - مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي: يُعد سوق رأس المال ضرورةً عصرية ومطلباً حيويّاً لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سُمّي كذلك إلّا لكونه: "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة"⁽⁵⁾، لكنّه وبجالتة الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصة

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 44.

(2) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 16.

(3) - محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 124.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 31.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 31.

والرسمية، ومن ثمّ استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

كما عرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنّه: "السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرّمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما شابه ذلك"⁽²⁾.

وبالتالي يمكن القول أنّ سوق رأس المال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية، من الوحدات المدخّرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وحتى يتم التأكّد من أنّ كافة أنشطة وعملیات سوق رأس المال الإسلامي تقوم على الالتزام الشرعي من جهة، ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الاستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكوّنة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية⁽³⁾.

ثانياً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1 - السوق الأولية: تعتبر السوق الأولية جزءاً مهماً ومكوّناً أساسياً وضرورياً لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية.

أ- مفهوم السوق الأولية: تُعرف أيضاً بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصاً أي مقصوراً على المؤسّسين، أو عاماً وذلك

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 72.

(2) - Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, p: 01.

(3) - Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004, p: 03.

بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها⁽¹⁾.

فالسوق الأولي ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجةً لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

ب- دور المصارف الإسلامية في تصريف الإصدارات الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية ولغرض تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أن تقوم بالوظائف التالية:

ب-1- تقديم النصح والمشورة: تقدّم المصارف الإسلامية النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

- **نوعية الورقة المالية المعروضة:** يمكنها أن 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:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية⁽²⁾.
- **الجوانب القانونية والشرعية للإصدار:** المساعدة في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛

- **سعر الورقة المالية المصدرة:** يوظّف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتمكن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين⁽³⁾.

ب-2- المساعدة في تسجيل الوثائق: تقوم المصارف الإسلامية 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 الموضّحة بالطلب

(1) - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 15.

(2) - السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص: 219.

(3) - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص: 108.

(الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لـ 03 سنوات سابقة،...) كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ويتولّى المصرف إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين⁽¹⁾.

ب-3- الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية في هذا الإطار أن تقوم بـ:

- القيام بعملية التسويق وترويج الاكتتاب: تبدأ عملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولّى المصرف الإسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاكتتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدة طرق: كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات، ... إلخ⁽²⁾.
 - إصدار شهادات الاكتتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة⁽³⁾.
 - التعهد بتغطية الإصدار: يقوم المصرف الإسلامي بعملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية بصفته وكيلاً عن الجهة المصدرة.
- ب-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 - السّوق الثانوية: تحتل السوق الثانوية مكانةً هامّة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حدٍ كبير في استمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، ويتّضح ذلك كما يلي:

أ- مفهوم السّوق الثانوية: وتسمّى أيضاً بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية ...) التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتمّ الاكتتاب فيها⁽⁴⁾، ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حامليها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالتعامل في هذه السّوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى

(1) - منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 486.

(2) - عاشور عبد الجواد عبد المطلب، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص: 22.

(3) - سيد طه بدوي، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 135.

(4) - محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 13.

آخر، وسمي هذا السوق سوقاً ثانوياً لأنه يتعلّق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأول مرة، لذلك يسمّيه البعض: "صفقات اليد الثانية" وأيضاً "سوق الإصدارات القديمة".

ب- أهمية ووظائف السوق الثانوية: السوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إمّا لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جزاء عمليات التداول كما هو الحال في السوق الأولية⁽¹⁾. ولذلك تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الاستثمار المالي، وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق الثانوية لا تعتبر سوق تبادل وانتقال الملكية فحسب، بل تقوم أيضاً بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أنّ 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، لأنّ ذلك سيؤدّي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والاكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصّة بشركات جديدة تؤسّس لأول مرّة، أم لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية⁽³⁾، وهو أمر بلا شك سيعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة إسلامية وتوسيع مشاريع إنتاجية وهو ما تسعى السوق المالية الإسلامية بشقيها الأولي والثانوي إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

(1) - محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 81.

(2) - أشرف دوابة، "نحو سوق مالية عربية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي"، الأردن، 2004، ص: 04.

(3) - أسامة فخري عبد اللطيف، "دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"، مجلة الجنودول، السنة: 04، العدد: 32، جانفي 2007،

متوفر على الرابط التالي: <http://jandoolmag.150m.com/Prev.%20Issues.htm>

متوفر على الرابط التالي:

المبحث الثاني: وظائف ومبادئ السوق المالية الإسلامية

أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة، وذلك نظرًا لكونها تختلف عن نظيرتها التقليدية من حيث الخصائص التي تختص بها وتميّزها، والمبادئ والضوابط التي تتقيد بها، بالإضافة إلى الوظائف الهامة التي يمكن أن تقوم بها، خاصة فيما يتعلق بمدى مساهمتها في تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلاد الإسلامية، وعليه سيتم التطرق لهذه المحاور من خلال النقاط التالية :

- **المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية؛**
- **المطلب الثاني: مبادئ وضوابط السوق المالية الإسلامية.**

المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهم مميزات السوق المالية الإسلامية والوظائف المرتقبة منها، من خلال التطرق

للعناصر التالية:

- أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : وظائف السوق المالية الإسلامية؛
- ثالثاً : خصائص السوق المالية الإسلامية.

أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية

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

1 - تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى تنجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها، ينبغي أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولذلك ولأجل كسب ثقة هؤلاء المستثمرين في هذه السوق، لا بد

(1) - زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 236.

من احتوائها على هيئة رقابة شرعية تضمن التزام كافة أنشطة السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي نفس الوقت تكفل حماية حقوقهم من خلال مختلف التشريعات والقوانين التي تصدرها وتتفق وأحكام الشريعة.

2 - التخلّص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللّاربوي: تساهم السوق المالية

الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، ممّا يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلّص والتحرّر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول⁽¹⁾.

كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضاً في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي.

وقد زاد الاهتمام بهذه السوق في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالغة لعلاج مشاكل التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي، حيث أنّ التنمية الاقتصادية تتطلب جميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها⁽²⁾، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل والبديل الأفضل، الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

3 - إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج: يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم

بدورٍ بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصّة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقوّي من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف⁽³⁾.

وبالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، يمكن القول أنّ هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أعيد تدويرها، مثل مشاريع الصناعات البترولية في المملكة العربية السعودية والمشاريع الزراعية في العراق وسوريا ومصر والجزائر ومشاريع الثروة الحيوانية في السودان وليبيا وصناعات المطاط في ماليزيا وإندونيسيا ... إلخ.

(1) - أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 152.

(2) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، مرجع سابق، ص: 31.

(3) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 76.

وفي نفس الوقت يمكن لهذه السوق أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالحرمان الشرعية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

4 - قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة: إن الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بمخاطره و أرباحه من جهة أخرى، ومنها السوق المالية الإسلامية، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع⁽¹⁾.
بالإضافة إلى أنه ومن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن تحقيق العدالة في توزيع الدخل وذلك عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، خاصة أسلوب المشاركة الذي يقوم على توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وبدون شك فإن أفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار السوق المالية الإسلامية⁽²⁾.

5 - توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: لعلّ المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية، قد يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي، وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثماراتها مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية.

(1) - محمد علي القري، "نحو سوق مالية إسلامية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد: 01، العدد: 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 12.

(2) - قيصر عبد الكريم هيتي، مرجع سابق، ص: 246.

فمن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن للمصارف الإسلامية استثمار الأموال المخصصة لمشاريع معينة لفترات قصيرة، حتى حلول موعد استخدامها في تلك المشاريع، كما تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية أيضًا على بيع بعض الحقوق التي لديها عند حاجتها للسيولة، سواء كان ذلك للوفاء بالتزاماتها أو لاستخدام هذه السيولة في مشاريع واستثمارات جديدة⁽¹⁾.

وفي نفس الوقت، وبما أن المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية هدفها خلق المزيد من الثروة الحقيقية في المجتمعات الإسلامية من خلال المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعتبر رافدًا من روافد التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، وذلك من خلال السماح للاستثمارات الكبيرة الحجم أن تنساب وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الاقتصادي في هذه البلدان⁽²⁾.

وعليه، يمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللاربوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، وبمكّنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية⁽³⁾.

ثانيًا: وظائف السوق المالية الإسلامية

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

1 - تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تُعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها،

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 74.

(2) - المرجع السابق، ص: 75.

(3) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 154.

وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة⁽¹⁾ والمتوافقة وأحكام الشريعة. وعليه يمكن للسوق المالية الإسلامية ومن خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي:

أ. منح الفرصة للمدّخرين لاستثمار مدّخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعدّدة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو التوسّع فيها، وهي بذلك تشجّع الادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدّخرين، بما يكفل توجيه المدّخرات إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل؛

ب. تعتبر أداة لتوجيه المدّخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية كسواء العقارات أو الذهب مثلاً، إلى استثمارها استثماراً حقيقياً في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة⁽²⁾.

ج. تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدول بالاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكّن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها⁽³⁾.

2 - توفير السيولة: من خلال السوق المالية الإسلامية، يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أنّ السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحرّة، بحيث يوجد دائماً من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضاً لشرائها، ولا تسيطر على هذه السوق فئة معيّنة⁽⁴⁾.

وتظهر أهمية سيولة السوق المالية الإسلامية بوضوح، عند مقارنة عملية استثمار الأموال في الأسواق المالية وعملية استثمارها في أشكال أخرى كالعقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، فعلى عكس الاستثمار في الأوراق المالية، فإنّ استثمار الأموال في مشروعات عقارية دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها، وبالتالي فإنّ تحويلها إلى سيولة نقدية قد يتطلّب وقت وإجراءات قد تكون معقّدة ومكلّفة في بعض الأحيان.

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

(2) - محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"،

الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 16.

(3) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004، ص: 93.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 38.

كما تظهر أهميتها أيضًا، خاصةً بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تقوم بتوظيف أغلب أموالها في استثمارات قصيرة الأجل على حساب الاستثمارات طويلة الأجل، التي لا تحظى باهتمام كبير على الرغم من ضرورتها وأهميتها لتحقيق مشاريعها وأهدافها التنموية، لأنّ دخولها في استثمارات طويلة الأجل يعني تجميدها للأموال لفترة طويلة وعدم قدرتها على تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها، وذلك في ظل عدم وجود سوق مالية إسلامية، تضمن سرعة وسهولة تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل بأفضل سعرٍ ممكن وبأقل تكلفة ممكنة وفي أي وقت.

لذلك فإنّ وجود سوق مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وتوفر فيها السيولة، سيُساهم في تدعيم الاستثمار طويل الأجل، مما ينعكس إيجابًا على النمو الاقتصادي من ناحية، وعلى المستوى المعيشي للأفراد من ناحية أخرى.

3 - السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية: تُعتبر السوق المالية الإسلامية مكانًا لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، ممّا يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أنّ تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضة أو المزايدة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقًا لظروف السوق السائدة.

ضِف إلى ذلك أنّ الشركات والجهات الاقتصادية تقوم بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، ممّا يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض)⁽¹⁾، وتقوم إدارة السوق بنشر أسعار الأوراق المالية ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وإلى جانب وظيفة تحديد الأسعار، فإنّ السوق المالية الإسلامية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فهي تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات، إذ تلزم قوانين

(1) - أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 33.

ولوائح السوق المالية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات والمشروعات مما يوفّر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

4 - تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول: تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية⁽¹⁾، وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

وتقوم الربحية في النموذج الإسلامي على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم، ولذلك تتولّى الشركات دراسة واختيار المشروعات الاستثمارية الجيدة والمنتجة.

ثالثاً: خصائص السوق المالية الإسلامية

تختص السوق المالية الإسلامية بمميزات وخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:

1 - خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية: تُعد هذه الخاصية من أهم ما يميّز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية وحتى تكون إسلامية، أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، القمار والميسر... إلخ. ضيف إلى ذلك أنّها سوقٌ تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية إلى حدٍ كبير، وذلك بسبب المنع الشرعي للكثير من المعاملات التي تُعد مجالاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية التي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، في حين تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق المالية الإسلامية لا تقيّد فيها إلاّ الشركات التي لا تتعامل في المحرمات بيعاً ولا شراءً ولا بالفوائد أخذاً ولا عطاءً، أي أنّها سوقٌ تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنّه يحظر التعامل أو

(1) - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 11.

(2) - أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 151.

المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً، مثل: الخمر وما يأخذ حكمها، تجارة وصناعة لحوم الخنازير، الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهي والمراقص والنوادي الليلية، المصارف والمؤسسات المالية ذات النشاط الربوي ... إلخ⁽¹⁾، وإلى ذلك ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة سنة 1992 وفي قراره رقم (7/63) حيث قرّر ما يلي:

- أ. "بما أنّ الأصل في المعاملات الحِلّ فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛
ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها؛
ج. الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرّمات كالربا ونحوه، بالرغم من أنّ أنشطتها الأساسية مشروعة"⁽²⁾.

2 - خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: تتميّز المصارف والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف والمؤسسات بمزايا عديدة ومتنوّعة، لعلّ أبرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تُعدّ أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، وشريانها وصمّام أمانه الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه⁽³⁾.
وتُعرف هيئة الرقابة الشرعية بأنّها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصّصين، يُعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكّد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات"⁽⁴⁾.
كما عُرفت أيضاً بأنّها: "هيئة للتأكّد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى"⁽⁵⁾.

(1) - محمد إبراهيم أبو شادي، "الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية"، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 579.

(2) - جاسم علي سالم الشامي، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 751.

(3) - عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد: 04، العدد: 01، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 108.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 05.

(5) - محمد أمين علي قطان، "هيئات الرقابة الشرعية: اختيار أعضائها وضوابطها"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية الإسلامية، البحرين، 2008، ص: 03.

ومن التعاريف السابقة يتبيّن أنّ هيئات الفتوى والرقابة الشرعية تكتسي أهمية بالغة في المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية لعدّة أسباب، منها:

- أ. توجيه نشاطات الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها؛
- ب. بيان المعاملات المشروعة والمباحة التي تقوم بها المؤسسة وإقرارها، وتوضيح المخالفات والأخطاء التي ترتكبها وتنبهها لاجتنابها، مع العمل على إيجاد البديل الإسلامي المشروع للمعاملات المخالفة للشريعة، واستحداث صيغ استثمارية جديدة وشرعية؛
- ج. إنّ وجود هيئة للرقابة الشرعية بالأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، سيعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، لاطمئنانهم بأنّ جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة⁽¹⁾.

3 - التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية: تُتيح السّوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكّن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

وتُعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنّها: "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضارباً، وتمثّل حصّة شائعة في رأسمال مشروع معيّن أو مشروعات متعدّدة، تشارك في الأرباح المتوقّعة والخسائر المحتملة، وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد"⁽²⁾.

كما تُعرف أيضاً بأنّها "صكوك تمثّل حصّة شائعة في مالٍ مُجمّع بقصد استثماره للحصول على ربح، يُصدرها الشخص المستثمر بصفته مضارباً، أو يُصدرها شخص آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقود"⁽³⁾.

فحتّى تقوم السّوق المالية الإسلامية على أسسٍ متينة ومنيعة، لا بدّ من وجود أدوات مالية إسلامية مصمّمة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف طوائف المستثمرين، وتكون هذه الأدوات

(1) - محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر:

"المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 18.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 251.

(3) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 301.

أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض⁽¹⁾، وهو ما يميز السوق المالية الإسلامية، حيث أنّها سوق لا تشكّل فيها أدوات الدين السّمة الغالبة في تعاملاتها بل تشجّع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

4 - الاهتمام بالسوقين الأولى والثانية بشكل متوازن: تضم السوق المالية الإسلامية ضمن

مكوناتها الأساسية، سوقين مهمّين: سوق أوّلي وسوق ثانوي، والسوق الأوّلي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنّها سوق تباع وتشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأوّل مرة، وهي إمّا أن تكون أوراق شركات حديثة التأسيس، أو أوراق شركات قائمة تود زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب.

أمّا السوق الثانوي فهو السوق الذي تُتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، أي أنّ محلّها استثمار قائم.

وما يلاحظ حول هذين السوقين أنّ هناك علاقة وثيقة تربط بينهما، فلولا وجود السوق الأولى التي تُباع فيها الأوراق المالية الإسلامية لأوّل مرّة، لما كان هناك ما يُتداول في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية، وفي المقابل لولا الفوائد والمزايا التي توفرّها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولى في تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، باعتبار أنّ المستثمرين لن يقدموا على شراء الأوراق الجديدة إلّا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية⁽²⁾.

وبالتّالي فإنّ السوق المالية الإسلامية هي سوق تهتم بالسوقين الأولى والثانية معًا وبشكل متكافئ، على أساس أنّ معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدّة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرًا هامًا لتقدير مدى كفاءة السوق المالية⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 258.

(2) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، مرجع سابق، ص: 60.

(3) - أحمد سفر، مرجع سابق، ص: 152.

المطلب الثاني : أنواع السوق المالية الإسلامية

تمثل السّوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وذلك وفق سياسات معيّنة وطرق متنوّعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدّة أنواع كما يلي:

- أولاً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها؛
- ثانياً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

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

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:

1 - سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكّونات وأقسام السوق المالية الإسلامية ويتضح ذلك كما يلي:

أ - مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: تسمّى أيضاً: سوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل. ووفق المفهوم التقليدي فقد عرفت سوق النقد بأنّها: "سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل"⁽¹⁾.

كما عرفت أيضاً بأنّها: الآلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل⁽²⁾، والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية... الخ.

وعليه، فإنّ سوق النقد تتخصّص في الأدوات قصيرة الأجل، التي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة، بحيث يمكن تسيلها في أيّ وقت بمجرد عرضها للبيع، بأقل قدرٍ من الخسائر أو بدون خسائر أصلاً،

(1) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 65.

(2) - أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 135.

ولأجل ذلك فإنّ الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال خاصّة، وتتميّت سوق النقد كذلك، بسبب سرعة وسهولة تحوّل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة⁽¹⁾.

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدّد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصّصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلّكس، الفاكس ... إلخ⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ وجود سوق نقدية منظّمة ومتطوّرة ضروري ومهم جدّاً بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضاً بالنسبة للمصارف والمؤسّسات المالية، تتمثّل في أنّها تعتبر مصدر للتمويل قصير الأجل، حيث أنّها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة⁽³⁾، وحيث أنّ أهم مؤسّسات السوق النقدية هي المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنّه يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنّها تعتبر منفذاً لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتاً ممّا يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أمّا بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعاً للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها⁽⁴⁾.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإنّ النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يُعدّ بأمر الحاجة لمثل هذه السوق، كما أنّها وبما يمكن أن تؤدّي من وظائف مهمّة تعتبر من أهم مكوّنات السوق المالية الإسلامية، غير أنّه وفي إطار سوق النقد التقليدي فإنّ أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي : أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، قبولات مصرفية .. إلخ⁽⁵⁾، وهي أدوات تستند في مجملها على الفائدة المحرّمة شرعاً، وهي بذلك

(1) - عبد النافع الزرري وغازي فرج، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 35.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 64.

(3) - محمد مطر، مرجع سابق، ص: 197.

(4) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 31.

(5) - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 15.

تشكّل عائقاً أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتفادى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.

ب - أدوات سوق النقد الإسلامي: حتى يكون للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية، لا بد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تؤدّي وظائف مماثلة لتلك التي تؤدّيها الأدوات التقليدية، وفي هذا الإطار ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية التي حلّت محل السندات الربوية، وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تمّ تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

وقد عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدّرت من أجله"⁽¹⁾. ومن هذا التعريف يتّضح ما يلي:

- تمثّل الصكوك حصّة شائعة في المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وينبغي أن يكون النشاط أو المشروع الممول يتّفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - يكون العائد حصّة من الربح الذي يحققه المشروع إن وجد، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً، أو أن يكون نسبة محدّدة مسبقاً من قيمته الاسمية؛
 - يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن ذمة مصدر الصكوك⁽²⁾.
 - تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول في البورصة، وهي بذلك تساعد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد⁽³⁾.
 - الصكوك الإسلامية هي أدوات لتمويل الاستثمارات وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.
- وبالتالي فمن الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في سوق النقد الإسلامي نجد:

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 252.

(3) - فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متوفرة على الرابط التالي: <http://www.cbos.gov.sd/node/738>

ب-1- صكوك المضاربة: هي التي تقوم من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولغرض تمويل نشاط أو مشروع استثماري معيّن، بإصدار وثائق متساوية القيمة بصفتها طرف مضارب وبيعها للمستثمرين (أصحاب المال)، على أن يتم تقسيم الأرباح وفق نسب معينة متّفق عليها والخسائر يتحمّلها أصحاب المال ما لم تقصّر الجهة المصدرة أو تُحمّل؛

ب-2- صكوك المشاركة: لا تختلف عن صكوك المضاربة إلّا من حيث أنّ الجهة المصدرة تكون طرفاً وواحداً من المشاركين لحملة الصكوك، وهي بذلك تعتبر شريكاً لهم كما هو الحال في شركات المساهمة العامة⁽¹⁾.

ب-3- صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معيّنة كالمباني والمعدات ... إلخ وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملتها فرصة الحصول على دخل الإيجار كلّ بمقدار المساهمة التي دفعها⁽²⁾.

ب-4- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمّى حصص والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلّل من المخاطر لأنّها تقوم على تنويع أوراق المحفظة⁽³⁾.

ب-5- عمليات التصكيك للأصول (التوريق): التصكيك هو العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة والمدوّرة لدخل يمكن التنبؤ به والتي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفّرها سوق النقد خاصّة فيما يتعلق بمشكل توفير السيولة⁽⁴⁾.

(1) - هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، فلسطين، 2005، ص: 22.

(2) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

(3) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

(4) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

ج - التجارب العملية لأدوات سوق النقد الإسلامي: لقد أثبتت التجربة العملية لهذه الصكوك أنها حققت نجاحاً كبيراً في العديد من الدول الإسلامية: كإيران، ماليزيا، باكستان، ولعلّ أبرز مثال على ذلك التجربة السودانية التي تميزت بإصدار وتداول العديد من الأدوات المالية في سوق النقد، ومنها نجد:

ج-1- شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم": تمّ إصدار هذه الشهادات سنة 1998، وهي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول بنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، لها قيمة إسمية محددة وقيمة محاسبية وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند التبادل، وبما أنّ لها سوق ثانوية فهي قابلة للتداول وسهلة للتسييل، وهي بذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي حيث أنّه يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة، فإذا كان النشاط الاقتصادي بحاجة إلى سيولة، يقوم بشراء هذه الشهادات من مالكيها ويعرضها للبيع في الحالة المعاكسة⁽¹⁾.

ج-2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامه): تمّ إصدار هذه الشهادة سنة 1999، وهي عبارة عن سندات قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الراجحة، وهي تمثل وسيلة فعالة لتمويل عجز الموازنة، وفي نفس الوقت تعتبر آلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي، وهي بذلك تساعد على تطوير سوق النقد⁽²⁾.

2 - سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر التكوين الرأسمالي أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ولذلك يُعد توافر عنصر رأس المال من الأمور المهمّة لتطور الدول الإسلامية ذات الحاجة إلى مشروعات استثمارية ضخمة، ورغم أنّ توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل اللازمين لقيام مثل هذه الاستثمارات يُعد من المهام والوظائف الأساسية لأسواق رأس المال، إلّا أنّه لا يمكن للدول الإسلامية الاستفادة من مزاياها وذلك نظراً لطبيعة عمل أسواق رأس المال التقليدية التي تعتمد على الفوائد المسبقة⁽³⁾.

(1) - صابر محمد حسن، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان"، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان، 2004، ص: 13.

(2) - المرجع السابق، ص: 14.

(3) - حمد الكساسبة، "الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص: 73.

أ- مفهوم سوق رأس المال التقليدي: وفق المفهوم التقليدي، تُعرف سوق رأس المال بمفهومها الواسع على أنّها: "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنقذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل"⁽¹⁾، ففيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل"⁽²⁾.

وبعبارة أخرى يمكن القول بأنّها: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، وال طالبين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصّصين"⁽³⁾.

أمّا التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال فيقتصر على السوق المنظّمة للأسهم والسندات، وهو ما يعرف بسوق الأوراق المالية (البورصة)، وفيها يتم التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، بحيث تشكّل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد"⁽⁴⁾.

ب - مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي: يُعد سوق رأس المال ضرورةً عصرية ومطلباً حيويّاً لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سُمّي كذلك إلّا لكونه: "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة"⁽⁵⁾، لكنّه وبحالته الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصة

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 44.

(2) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 16.

(3) - محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 124.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 31.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 31.

والرسمية، ومن ثمّ استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

كما عرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنّه: "السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزامًا تامًا بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرّمة شرعًا مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما شابه ذلك"⁽²⁾.

وبالتالي يمكن القول أنّ سوق رأس المال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية، من الوحدات المدخّرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وحتى يتم التأكّد من أنّ كافة أنشطة وعمليات سوق رأس المال الإسلامي تقوم على الالتزام الشرعي من جهة، ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الاستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكوّنة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية⁽³⁾.

ثانيًا: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1 - السّوق الأولى: تعتبر السوق الأولى جزءًا مهمًا ومكوّنًا أساسيًا وضروريًا لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية.

أ- مفهوم السّوق الأولى: تُعرف أيضًا بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصًا أي مقصورًا على المؤسّسين، أو عامًا وذلك

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 72.

(2) - Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, p: 01.

(3) - Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004, p: 03.

بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثّلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها⁽¹⁾.

فالسوق الأولي ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجةً لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

ب- دور المصارف الإسلامية في تصريف الإصدارات الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية ولغرض تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أن تقوم بالوظائف التالية:

ب-1- تقديم النصح والمشورة: تقدّم المصارف الإسلامية النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

- **نوعية الورقة المالية المعروضة:** يمكنها أن 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:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية⁽²⁾.
- **الجوانب القانونية والشرعية للإصدار:** المساعدة في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛

- **سعر الورقة المالية المصدرة:** يوظّف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتكّن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين⁽³⁾.

ب-2- المساعدة في تسجيل الوثائق: تقوم المصارف الإسلامية بمساعدة الشركات المصدرة في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة، حيث أنّه لا يتم تسويق الإصدار الجديد إلاّ بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية، التي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أنّ البيانات الموضّحة بالطلب

(1) - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 15.

(2) - السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص: 219.

(3) - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص: 108.

(الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لـ 03 سنوات سابقة،...) كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ويتولّى المصرف إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين⁽¹⁾.

ب-3- الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية في هذا الإطار أن تقوم بـ:

- القيام بعملية التسويق وترويج الاكتتاب: تبدأ عملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولّى المصرف الإسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاكتتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدة طرق: كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات، ... إلخ⁽²⁾.
 - إصدار شهادات الاكتتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة⁽³⁾.
 - التعهد بتغطية الإصدار: يقوم المصرف الإسلامي بعملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية بصفته وكيلاً عن الجهة المصدرة.
- ب-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 - السّوق الثانوية: تحتل السوق الثانوية مكانةً هامّة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حدٍ كبير في استمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، ويتّضح ذلك كما يلي:

أ- مفهوم السّوق الثانوية: وتسمّى أيضاً بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية...) التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتمّ الاكتتاب فيها⁽⁴⁾، ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حامليها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالتعامل في هذه السّوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى

(1) - منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 486.

(2) - عاشور عبد الجواد عبد المطلب، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص: 22.

(3) - سيد طه بدوي، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 135.

(4) - محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 13.

آخر، وسمي هذا السوق سوقاً ثانوياً لأنه يتعلّق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأوّل مرة، لذلك يسمّيه البعض: "صفقات اليد الثانية" وأيضاً "سوق الإصدارات القديمة".

ب- أهمية ووظائف السوق الثانوية: السوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إمّا لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جرّاء عمليات التداول كما هو الحال في السوق الأولية⁽¹⁾. ولذلك تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الاستثمار المالي، وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق الثانوية لا تعتبر سوق تبادل وانتقال الملكية فحسب، بل تقوم أيضاً بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أنّ 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، لأنّ ذلك سيؤدّي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والاكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصّة بشركات جديدة تؤسّس لأوّل مرّة، أم لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية⁽³⁾، وهو أمر بلا شك سيعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة إسلامية وتوسيع مشاريع إنتاجية وهو ما تسعى السوق المالية الإسلامية بشقيها الأولي والثانوي إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

(1) - محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 81.

(2) - أشرف دوابة، "نحو سوق مالية عربية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي"، الأردن، 2004، ص: 04.

(3) - أسامة فخري عبد اللطيف، "دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"، مجلة الجنودول، السنة: 04، العدد: 32، جانفي 2007،

متوفر على الرابط التالي: <http://jandoolmag.150m.com/Prev.%20Issues.htm>

متوفر على الرابط التالي:

المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهم مميزات السوق المالية الإسلامية والوظائف المرتقبة منها، من خلال التطرق

للعناصر التالية:

- أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : وظائف السوق المالية الإسلامية؛
- ثالثاً : خصائص السوق المالية الإسلامية.

أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية

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

1 - تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى تنجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها، ينبغي أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولذلك ولأجل كسب ثقة هؤلاء المستثمرين في هذه السوق، لا بد

(1) - زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 236.

من احتوائها على هيئة رقابة شرعية تضمن التزام كافة أنشطة السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي نفس الوقت تكفل حماية حقوقهم من خلال مختلف التشريعات والقوانين التي تصدرها وتتفق وأحكام الشريعة.

2 - التخلّص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللّاربوي: تساهم السوق المالية

الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، ممّا يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلّص والتحرّر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول⁽¹⁾.

كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضاً في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي.

وقد زاد الاهتمام بهذه السوق في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالغة لعلاج مشاكل التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي، حيث أنّ التنمية الاقتصادية تتطلب جميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها⁽²⁾، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل والبديل الأفضل، الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

3 - إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج: يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم

بدورٍ بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصّة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقبّل من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف⁽³⁾.

وبالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، يمكن القول أنّ هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أعيد تدويرها، مثل مشاريع الصناعات البترولية في المملكة العربية السعودية والمشاريع الزراعية في العراق وسوريا ومصر والجزائر ومشاريع الثروة الحيوانية في السودان وليبيا وصناعات المطاط في ماليزيا وإندونيسيا ... إلخ.

(1) - أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 152.

(2) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، مرجع سابق، ص: 31.

(3) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 76.

وفي نفس الوقت يمكن لهذه السوق أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالحرمان الشرعية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

4 - قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة: إن الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بمخاطره و أرباحه من جهة أخرى، ومنها السوق المالية الإسلامية، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع⁽¹⁾.
بالإضافة إلى أنه ومن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن تحقيق العدالة في توزيع الدخل وذلك عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، خاصة أسلوب المشاركة الذي يقوم على توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وبدون شك فإن أفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار السوق المالية الإسلامية⁽²⁾.

5 - توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: لعل المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية، قد يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي، وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثماراتها مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية.

(1) - محمد علي القرني، "نحو سوق مالية إسلامية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد: 01، العدد: 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 12.

(2) - قيصر عبد الكريم هيتي، مرجع سابق، ص: 246.

فمن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن للمصارف الإسلامية استثمار الأموال المخصصة لمشاريع معينة لفترات قصيرة، حتى حلول موعد استخدامها في تلك المشاريع، كما تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية أيضًا على بيع بعض الحقوق التي لديها عند حاجتها للسيولة، سواء كان ذلك للوفاء بالتزاماتها أو لاستخدام هذه السيولة في مشاريع واستثمارات جديدة⁽¹⁾.

وفي نفس الوقت، وبما أن المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية هدفها خلق المزيد من الثروة الحقيقية في المجتمعات الإسلامية من خلال المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعتبر رافدًا من روافد التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، وذلك من خلال السماح للاستثمارات الكبيرة الحجم أن تنساب وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الاقتصادي في هذه البلدان⁽²⁾.

وعليه، يمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللأربوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، وبمكّنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية⁽³⁾.

ثانيًا: وظائف السوق المالية الإسلامية

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

1 - تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تُعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللأربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها،

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 74.

(2) - المرجع السابق، ص: 75.

(3) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 154.

وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة⁽¹⁾ والمتوافقة وأحكام الشريعة. وعليه يمكن للسوق المالية الإسلامية ومن خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي:

أ. منح الفرصة للمدّخرين لاستثمار مدّخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعدّدة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو التوسّع فيها، وهي بذلك تشجّع الادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدّخرين، بما يكفل توجيه المدّخرات إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل؛

ب. تعتبر أداة لتوجيه المدّخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية كسواء العقارات أو الذهب مثلاً، إلى استثمارها استثماراً حقيقياً في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة⁽²⁾.

ج. تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدول بالاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكّن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها⁽³⁾.

2 - توفير السيولة: من خلال السوق المالية الإسلامية، يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أنّ السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحرّة، بحيث يوجد دائماً من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضاً لشرائها، ولا تسيطر على هذه السوق فئة معيّنة⁽⁴⁾.

وتظهر أهمية سيولة السوق المالية الإسلامية بوضوح، عند مقارنة عملية استثمار الأموال في الأسواق المالية وعملية استثمارها في أشكال أخرى كالعقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، فعلى عكس الاستثمار في الأوراق المالية، فإنّ استثمار الأموال في مشروعات عقارية دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها، وبالتالي فإنّ تحويلها إلى سيولة نقدية قد يتطلّب وقت وإجراءات قد تكون معقّدة ومكلّفة في بعض الأحيان.

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

(2) - محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"،

الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 16.

(3) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004، ص: 93.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 38.

كما تظهر أهميتها أيضًا، خاصةً بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تقوم بتوظيف أغلب أموالها في استثمارات قصيرة الأجل على حساب الاستثمارات طويلة الأجل، التي لا تحظى باهتمام كبير على الرغم من ضرورتها وأهميتها لتحقيق مشاريعها وأهدافها التنموية، لأنّ دخولها في استثمارات طويلة الأجل يعني تجميدها للأموال لفترة طويلة وعدم قدرتها على تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها، وذلك في ظل عدم وجود سوق مالية إسلامية، تضمن سرعة وسهولة تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل بأفضل سعرٍ ممكن وبأقل تكلفة ممكنة وفي أي وقت.

لذلك فإنّ وجود سوق مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وتتوفر فيها السيولة، سيُساهم في تدعيم الاستثمار طويل الأجل، مما ينعكس إيجابًا على النمو الاقتصادي من ناحية، وعلى المستوى المعيشي للأفراد من ناحية أخرى.

3 - السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية: تُعتبر السوق المالية الإسلامية مكانًا لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، ممّا يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أنّ تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضة أو المزايدة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقًا لظروف السوق السائدة.

ضِف إلى ذلك أنّ الشركات والجهات الاقتصادية تقوم بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، ممّا يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض)⁽¹⁾، وتقوم إدارة السوق بنشر أسعار الأوراق المالية ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وإلى جانب وظيفة تحديد الأسعار، فإنّ السوق المالية الإسلامية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فهي تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات، إذ تلزم قوانين

(1) - أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 33.

ولوائح السوق المالية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات والمشروعات مما يوفّر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

4 - تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول: تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية⁽¹⁾، وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

وتقوم الربحية في النموذج الإسلامي على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم، ولذلك تتولّى الشركات دراسة واختيار المشروعات الاستثمارية الجيدة والمنتجة.

ثالثاً: خصائص السوق المالية الإسلامية

تختص السوق المالية الإسلامية بمميزات وخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:

1 - خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية: تُعد هذه الخاصية من أهم ما يميّز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية وحتى تكون إسلامية، أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، القمار والميسر... إلخ. ضيف إلى ذلك أنّها سوقٌ تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية إلى حدٍ كبير، وذلك بسبب المنع الشرعي للكثير من المعاملات التي تُعد مجالاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية التي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، في حين تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق المالية الإسلامية لا تقيّد فيها إلاّ الشركات التي لا تتعامل في المحرمات بيعاً ولا شراءً ولا بالفوائد أخذاً ولا عطاءً، أي أنّها سوقٌ تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنّه يحظر التعامل أو

(1) - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 11.

(2) - أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 151.

المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً، مثل: الخمر وما يأخذ حكمها، تجارة وصناعة لحوم الخنازير، الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهية والمراقص والنوادي الليلية، المصارف والمؤسسات المالية ذات النشاط الربوي ... إلخ⁽¹⁾، وإلى ذلك ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة سنة 1992 وفي قراره رقم (7/63) حيث قرّر ما يلي:

- أ. "بما أنّ الأصل في المعاملات الحِلّ فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛
ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها؛
ج. الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرّمات كالربا ونحوه، بالرغم من أنّ أنشطتها الأساسية مشروعة"⁽²⁾.

2 - خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: تتميّز المصارف والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف والمؤسسات بمزايا عديدة ومتنوّعة، لعلّ أبرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تُعدّ أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، وشريانها وصمّام أمانه الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه⁽³⁾.
وتُعرف هيئة الرقابة الشرعية بأنّها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصّصين، يُعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكّد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات"⁽⁴⁾.
كما عُرفت أيضاً بأنّها: "هيئة للتأكّد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى"⁽⁵⁾.

(1) - محمد إبراهيم أبو شادي، "الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية"، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 579.
(2) - جاسم علي سالم الشامي، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 751.
(3) - عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد: 04، العدد: 01، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 108.
(4) - أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 05.
(5) - محمد أمين علي قطان، "هيئات الرقابة الشرعية: اختيار أعضائها وضوابطها"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية الإسلامية، البحرين، 2008، ص: 03.

ومن التعاريف السابقة يتبيّن أنّ هيئات الفتوى والرقابة الشرعية تكتسي أهمية بالغة في المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية لعدّة أسباب، منها:

- أ. توجيه نشاطات الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها؛
- ب. بيان المعاملات المشروعة والمباحة التي تقوم بها المؤسسة وإقرارها، وتوضيح المخالفات والأخطاء التي ترتكبها وتنبهها لاجتنابها، مع العمل على إيجاد البديل الإسلامي المشروع للمعاملات المخالفة للشريعة، واستحداث صيغ استثمارية جديدة وشرعية؛
- ج. إنّ وجود هيئة للرقابة الشرعية بالأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، سيعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، لاطمئنانهم بأنّ جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة⁽¹⁾.

3 - التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية: تُتيح السّوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكّن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

وتُعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنّها: "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضارباً، وتمثّل حصّة شائعة في رأسمال مشروع معيّن أو مشروعات متعدّدة، تشارك في الأرباح المتوقّعة والخسائر المحتملة، وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد"⁽²⁾.

كما تُعرف أيضاً بأنّها "صكوك تمثّل حصّة شائعة في مالٍ مُجمّع بقصد استثماره للحصول على ربح، يُصدرها الشخص المستثمر بصفته مضارباً، أو يُصدرها شخص آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقد"⁽³⁾.

فحتّى تقوم السّوق المالية الإسلامية على أسسٍ متينة ومنيعة، لا بدّ من وجود أدوات مالية إسلامية مصمّمة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف طوائف المستثمرين، وتكون هذه الأدوات

(1) - محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر:

"المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 18.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 251.

(3) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 301.

أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض⁽¹⁾، وهو ما يميز السوق المالية الإسلامية، حيث أنّها سوق لا تشكّل فيها أدوات الدين السّمة الغالبة في تعاملاتها بل تشجّع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

4 - الاهتمام بالسوقين الأولى والثانية بشكل متوازن: تضم السوق المالية الإسلامية ضمن

مكوناتها الأساسية، سوقين مهمّين: سوق أوّلي وسوق ثانوي، والسوق الأوّلي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنّها سوق تباع وتشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأوّل مرة، وهي إمّا أن تكون أوراق شركات حديثة التأسيس، أو أوراق شركات قائمة تود زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب.

أمّا السوق الثانوي فهو السوق الذي تُتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، أي أنّ محلّها استثمار قائم.

وما يلاحظ حول هذين السوقين أنّ هناك علاقة وثيقة تربط بينهما، فلولا وجود السوق الأولى التي تُباع فيها الأوراق المالية الإسلامية لأوّل مرّة، لما كان هناك ما يُتداول في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية، وفي المقابل لولا الفوائد والمزايا التي توفرّها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولى في تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، باعتبار أنّ المستثمرين لن يقدموا على شراء الأوراق الجديدة إلّا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية⁽²⁾.

وبالتّالي فإنّ السوق المالية الإسلامية هي سوق تهتم بالسوقين الأولى والثانية معًا وبشكل متكافئ، على أساس أنّ معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدّة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرًا هامًا لتقدير مدى كفاءة السوق المالية⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 258.

(2) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، مرجع سابق، ص: 60.

(3) - أحمد سفر، مرجع سابق، ص: 152.

المطلب الأول: وظائف ومميزات السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهم مميزات السوق المالية الإسلامية والوظائف المرتقبة منها، من خلال التطرق

للعناصر التالية:

- أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : وظائف السوق المالية الإسلامية؛
- ثالثاً : خصائص السوق المالية الإسلامية.

أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية

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

1 - تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه وحتى تنجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها، ينبغي أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولذلك ولأجل كسب ثقة هؤلاء المستثمرين في هذه السوق، لا بد

(1) - زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 236.

من احتوائها على هيئة رقابة شرعية تضمن التزام كافة أنشطة السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي نفس الوقت تكفل حماية حقوقهم من خلال مختلف التشريعات والقوانين التي تصدرها وتتفق وأحكام الشريعة.

2 - التخلّص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللّاربوي: تساهم السوق المالية

الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، ممّا يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يُمكن من خلاله التخلّص والتحرّر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول⁽¹⁾.

كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضاً في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي.

وقد زاد الاهتمام بهذه السوق في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالغة لعلاج مشاكل التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي، حيث أنّ التنمية الاقتصادية تتطلب جميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها⁽²⁾، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل والبديل الأفضل، الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

3 - إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج: يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم

بدورٍ بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصّة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقوّي من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف⁽³⁾.

وبالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، يمكن القول أنّ هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أعيد تدويرها، مثل مشاريع الصناعات البترولية في المملكة العربية السعودية والمشاريع الزراعية في العراق وسوريا ومصر والجزائر ومشاريع الثروة الحيوانية في السودان وليبيا وصناعات المطاط في ماليزيا وإندونيسيا ... إلخ.

(1) - أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 152.

(2) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، مرجع سابق، ص: 31.

(3) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 76.

وفي نفس الوقت يمكن لهذه السوق أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالحرمان الشرعية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

4 - قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة: إن الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بمخاطره و أرباحه من جهة أخرى، ومنها السوق المالية الإسلامية، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع⁽¹⁾.
بالإضافة إلى أنه ومن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن تحقيق العدالة في توزيع الدخل وذلك عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، خاصة أسلوب المشاركة الذي يقوم على توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وبدون شك فإن أفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار السوق المالية الإسلامية⁽²⁾.

5 - توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: لعل المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية، قد يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي، وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثماراتها مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية.

(1) - محمد علي القرني، "نحو سوق مالية إسلامية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد: 01، العدد: 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب

التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 12.

(2) - قيصر عبد الكريم هيتي، مرجع سابق، ص: 246.

فمن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن للمصارف الإسلامية استثمار الأموال المخصصة لمشاريع معينة لفترات قصيرة، حتى حلول موعد استخدامها في تلك المشاريع، كما تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية أيضًا على بيع بعض الحقوق التي لديها عند حاجتها للسيولة، سواء كان ذلك للوفاء بالتزاماتها أو لاستخدام هذه السيولة في مشاريع واستثمارات جديدة⁽¹⁾.

وفي نفس الوقت، وبما أن المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية هدفها خلق المزيد من الثروة الحقيقية في المجتمعات الإسلامية من خلال المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعتبر رافدًا من روافد التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، وذلك من خلال السماح للاستثمارات الكبيرة الحجم أن تنساب وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الاقتصادي في هذه البلدان⁽²⁾.

وعليه، يمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللأربوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية، وبمكّنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية⁽³⁾.

ثانيًا: وظائف السوق المالية الإسلامية

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

1 - تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تُعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللأربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها،

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 74.

(2) - المرجع السابق، ص: 75.

(3) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 154.

وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة⁽¹⁾ والمتوافقة وأحكام الشريعة. وعليه يمكن للسوق المالية الإسلامية ومن خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي:

أ. منح الفرصة للمدّخرين لاستثمار مدّخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعدّدة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو التوسّع فيها، وهي بذلك تشجّع الادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدّخرين، بما يكفل توجيه المدّخرات إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل؛

ب. تعتبر أداة لتوجيه المدّخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي من مجرد توظيفها في استثمارات سلبية كسواء العقارات أو الذهب مثلاً، إلى استثمارها استثماراً حقيقياً في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة⁽²⁾.

ج. تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدول بالاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكّن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها⁽³⁾.

2 - توفير السيولة: من خلال السوق المالية الإسلامية، يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أنّ السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحرّة، بحيث يوجد دائماً من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضاً لشرائها، ولا تسيطر على هذه السوق فئة معيّنة⁽⁴⁾.

وتظهر أهمية سيولة السوق المالية الإسلامية بوضوح، عند مقارنة عملية استثمار الأموال في الأسواق المالية وعملية استثمارها في أشكال أخرى كالعقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، فعلى عكس الاستثمار في الأوراق المالية، فإنّ استثمار الأموال في مشروعات عقارية دون إمكانية بيعها يكون بمثابة تجميد لها، وبالتالي فإنّ تحويلها إلى سيولة نقدية قد يتطلّب وقت وإجراءات قد تكون معقّدة ومكلّفة في بعض الأحيان.

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

(2) - محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"،

الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 16.

(3) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004، ص: 93.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 38.

كما تظهر أهميتها أيضًا، خاصةً بالنسبة للمصارف الإسلامية التي تقوم بتوظيف أغلب أموالها في استثمارات قصيرة الأجل على حساب الاستثمارات طويلة الأجل، التي لا تحظى باهتمام كبير على الرغم من ضرورتها وأهميتها لتحقيق مشاريعها وأهدافها التنموية، لأنّ دخولها في استثمارات طويلة الأجل يعني تجميدها للأموال لفترة طويلة وعدم قدرتها على تحويلها إلى سيولة وقت الحاجة إليها، وذلك في ظل عدم وجود سوق مالية إسلامية، تضمن سرعة وسهولة تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل بأفضل سعرٍ ممكن وبأقل تكلفة ممكنة وفي أي وقت.

لذلك فإنّ وجود سوق مالية تنضبط بالضوابط الشرعية وتتوفر فيها السيولة، سيُساهم في تدعيم الاستثمار طويل الأجل، مما ينعكس إيجابًا على النمو الاقتصادي من ناحية، وعلى المستوى المعيشي للأفراد من ناحية أخرى.

3 - السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية: تُعتبر السوق المالية الإسلامية مكانًا لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، ممّا يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أنّ تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضة أو المزايدة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقًا لظروف السوق السائدة.

ضِف إلى ذلك أنّ الشركات والجهات الاقتصادية تقوم بنشر كل المعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، ممّا يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويكون هذا السعر هو الأفضل سواء بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) أو بالنسبة للمشتري (أدنى سعر عرض)⁽¹⁾، وتقوم إدارة السوق بنشر أسعار الأوراق المالية ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

وإلى جانب وظيفة تحديد الأسعار، فإنّ السوق المالية الإسلامية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فهي تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات، إذ تلزم قوانين

(1) - أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 33.

ولوائح السوق المالية الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات والمشروعات مما يوفّر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

4 - تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول: تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية⁽¹⁾، وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.

وتقوم الربحية في النموذج الإسلامي على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم، ولذلك تتولّى الشركات دراسة واختيار المشروعات الاستثمارية الجيدة والمنتجة.

ثالثاً: خصائص السوق المالية الإسلامية

تختص السوق المالية الإسلامية بمميزات وخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:

1 - خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية: تُعد هذه الخاصية من أهم ما يميّز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية وحتى تكون إسلامية، أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، القمار والميسر... إلخ. ضيف إلى ذلك أنّها سوقٌ تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية إلى حدٍ كبير، وذلك بسبب المنع الشرعي للكثير من المعاملات التي تُعد مجالاً لعمليات المضاربة، وبسبب السياسة المالية التي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، في حين تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق المالية الإسلامية لا تقيّد فيها إلاّ الشركات التي لا تتعامل في المحرمات بيعاً ولا شراءً ولا بالفوائد أخذاً ولا عطاءً، أي أنّها سوقٌ تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لأنّه يحظر التعامل أو

(1) - حسين بن هاني، مرجع سابق، ص: 11.

(2) - أحمد سفر، "المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص: 151.

المساهمة في شركات تعمل في نشاط أو سلع محظورة شرعاً، مثل: الخمر وما يأخذ حكمها، تجارة وصناعة لحوم الخنازير، الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهي والمراقص والنوادي الليلية، المصارف والمؤسسات المالية ذات النشاط الربوي ... إلخ⁽¹⁾، وإلى ذلك ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة سنة 1992 وفي قراره رقم (7/63) حيث قرّر ما يلي:

- أ. "بما أنّ الأصل في المعاملات الحِلّ فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة أمر جائز؛
ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها؛
ج. الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحياناً بالمحرّمات كالربا ونحوه، بالرغم من أنّ أنشطتها الأساسية مشروعة"⁽²⁾.

2 - خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: تتميّز المصارف والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف والمؤسسات بمزايا عديدة ومتنوّعة، لعلّ أبرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تُعدّ أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، وشريانها وصمّام أمانه الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه⁽³⁾.
وتُعرف هيئة الرقابة الشرعية بأنّها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصّصين، يُعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكّد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات"⁽⁴⁾.
كما عُرفت أيضاً بأنّها: "هيئة للتأكّد من مدى مطابقة أعمال المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، حسب الفتاوى الصادرة والقرارات المعتمدة من جهة الفتوى"⁽⁵⁾.

(1) - محمد إبراهيم أبو شادي، "الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية"، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 579.
(2) - جاسم علي سالم الشامي، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 751.
(3) - عبد الحق حميش، "تفعيل دور هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والإنسانية، المجلد: 04، العدد: 01، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 108.
(4) - أحمد محي الدين أحمد، "حدود الهيئات الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية"، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 05.
(5) - محمد أمين علي قطان، "هيئات الرقابة الشرعية: اختيار أعضائها وضوابطها"، المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات العالمية الإسلامية، البحرين، 2008، ص: 03.

ومن التعاريف السابقة يتبيّن أنّ هيئات الفتوى والرقابة الشرعية تكتسي أهمية بالغة في المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية لعدّة أسباب، منها:

- أ. توجيه نشاطات الأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في جميع معاملاتها؛
- ب. بيان المعاملات المشروعة والمباحة التي تقوم بها المؤسسة وإقرارها، وتوضيح المخالفات والأخطاء التي ترتكبها وتنبهها لاجتنابها، مع العمل على إيجاد البديل الإسلامي المشروع للمعاملات المخالفة للشريعة، واستحداث صيغ استثمارية جديدة وشرعية؛
- ج. إنّ وجود هيئة للرقابة الشرعية بالأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، سيعمل على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات، لاطمئنانهم بأنّ جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة⁽¹⁾.

3 - التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية: تُتيح السّوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكّن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

وتُعرف الأدوات المالية الإسلامية بأنّها: "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضارباً، وتمثّل حصّة شائعة في رأسمال مشروع معيّن أو مشروعات متعدّدة، تشارك في الأرباح المتوقّعة والخسائر المحتملة، وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد"⁽²⁾.

كما تُعرف أيضاً بأنّها "صكوك تمثّل حصّة شائعة في مالٍ مُجمّع بقصد استثماره للحصول على ربح، يُصدرها الشخص المستثمر بصفته مضارباً، أو يُصدرها شخص آخر لحساب المستثمر، قابلة للتداول والتحويل إلى نقود"⁽³⁾.

فحتّى تقوم السّوق المالية الإسلامية على أسسٍ متينة ومنيعة، لا بدّ من وجود أدوات مالية إسلامية مصمّمة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف طوائف المستثمرين، وتكون هذه الأدوات

(1) - محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية والتدقيق الشرعي في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر:

"المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 18.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 251.

(3) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 301.

أدوات ملكية ومشاركة ومساهمة في رؤوس أموال المشروعات لا أدوات إقراض واقتراض⁽¹⁾، وهو ما يميز السوق المالية الإسلامية، حيث أنّها سوق لا تشكّل فيها أدوات الدين السّمة الغالبة في تعاملاتها بل تشجّع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

4 - الاهتمام بالسوقين الأولى والثانية بشكل متوازن: تضم السوق المالية الإسلامية ضمن

مكوناتها الأساسية، سوقين مهمّين: سوق أوّلي وسوق ثانوي، والسوق الأوّلي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنّها سوق تباع وتشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأوّل مرة، وهي إمّا أن تكون أوراق شركات حديثة التأسيس، أو أوراق شركات قائمة تود زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة للاكتتاب.

أمّا السوق الثانوي فهو السوق الذي تُتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، أي أنّ محلّها استثمار قائم.

وما يلاحظ حول هذين السوقين أنّ هناك علاقة وثيقة تربط بينهما، فلولا وجود السوق الأولى التي تُباع فيها الأوراق المالية الإسلامية لأوّل مرّة، لما كان هناك ما يُتداول في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية، وفي المقابل لولا الفوائد والمزايا التي توفرّها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولى في تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، باعتبار أنّ المستثمرين لن يقدموا على شراء الأوراق الجديدة إلّا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية⁽²⁾.

وبالتالي فإنّ السوق المالية الإسلامية هي سوق تهتم بالسوقين الأولى والثانية معاً وبشكل متكافئ، على أساس أنّ معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدّة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشراً هاماً لتقدير مدى كفاءة السوق المالية⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 258.

(2) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، مرجع سابق، ص: 60.

(3) - أحمد سفر، مرجع سابق، ص: 152.

المطلب الثاني : أنواع السوق المالية الإسلامية

تمثل السّوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وذلك وفق سياسات معيّنة وطرق متنوّعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدّة أنواع كما يلي:

- أولاً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها؛
- ثانياً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

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

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات استثمارها إلى نوعين اثنين كما يلي:

1 - سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكّونات وأقسام السوق المالية الإسلامية ويتضح ذلك كما يلي:

أ - مفهوم وأهمية سوق النقد الإسلامي: تسمّى أيضاً: سوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل. ووفق المفهوم التقليدي فقد عرفت سوق النقد بأنّها: "سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل"⁽¹⁾.

كما عرفت أيضاً بأنّها: الآلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل⁽²⁾، والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية... الخ.

وعليه، فإنّ سوق النقد تتخصّص في الأدوات قصيرة الأجل، التي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة، بحيث يمكن تسيلها في أيّ وقت بمجرد عرضها للبيع، بأقل قدرٍ من الخسائر أو بدون خسائر أصلاً،

(1) - محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 65.

(2) - أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 135.

ولأجل ذلك فإنّ الاستثمار في هذه الأدوات قد يكون أكثر أماناً من الاستثمار في أدوات سوق رأس المال خاصّة، وتتميّت سوق النقد كذلك، بسبب سرعة وسهولة تحوّل أدوات الاستثمار فيها إلى سيولة⁽¹⁾.

وليس لسوق النقد مكان خاص ومحدّد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنّه يتم من خلال السماسرة المتخصّصين أو المصارف التجارية، إمّا بالالتقاء مباشرة وإمّا بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، التلّكس، الفاكس ... إلخ⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ وجود سوق نقدية منظّمة ومتطوّرة ضروري ومهم جدّاً بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضاً بالنسبة للمصارف والمؤسّسات المالية، تتمثّل في أنّها تعتبر مصدر للتمويل قصير الأجل، حيث أنّها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة⁽³⁾، وحيث أنّ أهم مؤسّسات السوق النقدية هي المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنّه يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنّها تعتبر منفذاً لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتاً ممّا يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أمّا بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعاً للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها⁽⁴⁾.

وفي ظل هذه المزايا والفوائد العديدة التي تتمتع بها الأسواق النقدية، فإنّ النظام المصرفي والمالي الإسلامي في البلاد الإسلامية يُعدّ بأمر الحاجة لمثل هذه السوق، كما أنّها وبما يمكن أن تؤدّي من وظائف مهمّة تعتبر من أهم مكوّنات السوق المالية الإسلامية، غير أنّه وفي إطار سوق النقد التقليدي فإنّ أهم الأدوات التي تتعامل بها هذه الأسواق هي : أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع القابلة للتداول، قبولات مصرفية .. إلخ⁽⁵⁾، وهي أدوات تستند في مجملها على الفائدة المحرّمة شرعاً، وهي بذلك

(1) - عبد النافع الزرري وغازي فرج، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص: 35.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 64.

(3) - محمد مطر، مرجع سابق، ص: 197.

(4) - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 31.

(5) - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 15.

تشكّل عائقاً أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، التي تتحاشى وتتفادى التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءً.

ب - أدوات سوق النقد الإسلامي: حتى يكون للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية فرصة الاستفادة من المزايا الهائلة التي تتيحها الأسواق النقدية، لا بد من العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، وفي نفس الوقت تؤدّي وظائف مماثلة لتلك التي تؤدّيها الأدوات التقليدية، وفي هذا الإطار ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية التي حلّت محل السندات الربوية، وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تمّ تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات.

وقد عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدّرت من أجله"⁽¹⁾. ومن هذا التعريف يتّضح ما يلي:

- تمثّل الصكوك حصّة شائعة في المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وينبغي أن يكون النشاط أو المشروع الممول يتّفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - يكون العائد حصّة من الربح الذي يحققه المشروع إن وجد، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً، أو أن يكون نسبة محدّدة مسبقاً من قيمته الاسمية؛
 - يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن ذمة مصدر الصكوك⁽²⁾.
 - تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول في البورصة، وهي بذلك تساعد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها عبر أدوات سوق النقد⁽³⁾.
 - الصكوك الإسلامية هي أدوات لتمويل الاستثمارات وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.
- وبالتالي فمن الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في سوق النقد الإسلامي نجد:

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 252.

(3) - فتح الرحمان علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متوفرة على الرابط التالي: <http://www.cbos.gov.sd/node/738>

ب-1- صكوك المضاربة: هي التي تقوم من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولغرض تمويل نشاط أو مشروع استثماري معيّن، بإصدار وثائق متساوية القيمة بصفتها طرف مضارب وبيعها للمستثمرين (أصحاب المال)، على أن يتم تقسيم الأرباح وفق نسب معينة متّفق عليها والخسائر يتحمّلها أصحاب المال ما لم تقصّر الجهة المصدرة أو تُحمّل؛

ب-2- صكوك المشاركة: لا تختلف عن صكوك المضاربة إلّا من حيث أنّ الجهة المصدرة تكون طرفاً وواحداً من المشاركين لحملة الصكوك، وهي بذلك تعتبر شريكاً لهم كما هو الحال في شركات المساهمة العامة⁽¹⁾.

ب-3- صكوك الإجارة: هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معيّنة كالمباني والمعدات ... إلخ وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملتها فرصة الحصول على دخل الإيجار كلّ بمقدار المساهمة التي دفعها⁽²⁾.

ب-4- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمّى حصص والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلّل من المخاطر لأنّها تقوم على تنويع أوراق المحفظة⁽³⁾.

ب-5- عمليات التصكيك للأصول (التوريق): التصكيك هو العملية التي يتم من خلالها تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة والمدوّرة لدخل يمكن التنبؤ به والتي تمتلكها المؤسسة، إلى أوراق مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة، فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفّرها سوق النقد خاصّة فيما يتعلق بمشكل توفير السيولة⁽⁴⁾.

(1) - هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول: "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، فلسطين، 2005، ص: 22.

(2) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

(3) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

(4) - فتح الرحمان علي محمد صالح، مرجع سابق.

ج - التجارب العملية لأدوات سوق النقد الإسلامي: لقد أثبتت التجربة العملية لهذه الصكوك أنها حققت نجاحاً كبيراً في العديد من الدول الإسلامية: كإيران، ماليزيا، باكستان، ولعلّ أبرز مثال على ذلك التجربة السودانية التي تميزت بإصدار وتداول العديد من الأدوات المالية في سوق النقد، ومنها نجد:

ج-1- شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم": تمّ إصدار هذه الشهادات سنة 1998، وهي عبارة عن سندات تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول بنك السودان ووزارة المالية في القطاع المصرفي، لها قيمة إسمية محددة وقيمة محاسبية وسعر للتبادل يتحدد عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري عند التبادل، وبما أنّ لها سوق ثانوية فهي قابلة للتداول وسهلة للتسييل، وهي بذلك تمثل منفذاً استثمارياً سريع التسييل للمصارف التجارية، وآلية لإدارة السيولة بالنسبة للمصرف المركزي حيث أنّه يستخدمها للتحكم في إدارة السيولة، فإذا كان النشاط الاقتصادي بحاجة إلى سيولة، يقوم بشراء هذه الشهادات من مالكيها ويعرضها للبيع في الحالة المعاكسة⁽¹⁾.

ج-2- شهادات مشاركة الحكومة (شهامه): تمّ إصدار هذه الشهادة سنة 1999، وهي عبارة عن سندات قائمة على أصول حقيقية يتم إصدارها مقابل حقوق ملكية الدولة في عدد من المؤسسات الراجحة، وهي تمثل وسيلة فعالة لتمويل عجز الموازنة، وفي نفس الوقت تعتبر آلية لإدارة السيولة من قبل البنك المركزي، وهي بذلك تساعد على تطوير سوق النقد⁽²⁾.

2 - سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر التكوين الرأسمالي أحد العوامل الأساسية التي تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية، ولذلك يُعد توافر عنصر رأس المال من الأمور المهمّة لتطور الدول الإسلامية ذات الحاجة إلى مشروعات استثمارية ضخمة، ورغم أنّ توفير التمويل المتوسط والطويل الأجل اللّازمين لقيام مثل هذه الاستثمارات يُعد من المهام والوظائف الأساسية لأسواق رأس المال، إلّا أنّه لا يمكن للدول الإسلامية الاستفادة من مزاياها وذلك نظراً لطبيعة عمل أسواق رأس المال التقليدية التي تعتمد على الفوائد المسبقة⁽³⁾.

(1) - صابر محمد حسن، "إدارة السياسة النقدية في ظل النظام المصرفي الإسلامي، تجربة السودان"، سلسلة الدراسات والبحوث، بنك السودان، 2004، ص: 13.

(2) - المرجع السابق، ص: 14.

(3) - حمد الكساسبة، "الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص: 73.

أ- مفهوم سوق رأس المال التقليدي: وفق المفهوم التقليدي، تُعرف سوق رأس المال بمفهومها الواسع على أنّها: "سوق الصفقات المالية طويلة الأجل التي تنقذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل"⁽¹⁾، ففيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل"⁽²⁾.

وبعبارة أخرى يمكن القول بأنّها: "الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، وال طالبين أو المقرضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصّصين"⁽³⁾.

أمّا التعريف الضيق أو المحدود لسوق رأس المال وهو الأكثر شيوعاً في الاستعمال فيقتصر على السوق المنظّمة للأسهم والسندات، وهو ما يعرف بسوق الأوراق المالية (البورصة)، وفيها يتم التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، بحيث تشكّل القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد"⁽⁴⁾.

ب - مفهوم وأهمية سوق رأس المال الإسلامي: يُعد سوق رأس المال ضرورةً عصرية ومطلباً حيويّاً لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سُمّي كذلك إلّا لكونه: "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة"⁽⁵⁾، لكنّه وبجالتة الراهنة والقائمة في إطار النظام الاقتصادي الوضعي، يشوبه الكثير من المخالفات الشرعية وتتم فيه العديد من التعاملات والصفقات المحظورة، ولذلك كان لزاماً ظهور ما يعرف بسوق رأس المال الإسلامي، وهو مصطلح ينصرف بوجه عام للدلالة على التعامل بالتمويل المتوسط وطويل الأجل، وذلك عن طريق تجميع مدخرات المسلمين الخاصة

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 44.

(2) - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 16.

(3) - محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص: 124.

(4) - شعبان محمد إسلام البروراي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 31.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 31.

والرسمية، ومن ثمّ استثمارها عن طريق التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل، وذلك على النحو الذي تجيزه الشريعة الإسلامية⁽¹⁾.

كما عرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنّه: "السوق الذي تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة المحرّمة شرعاً مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وما شابه ذلك"⁽²⁾.

وبالتالي يمكن القول أنّ سوق رأس المال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية، من الوحدات المدخّرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وحتى يتم التأكد من أنّ كافة أنشطة وعمليات سوق رأس المال الإسلامي تقوم على الالتزام الشرعي من جهة، ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الاستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، ينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكوّنة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية⁽³⁾.

ثانياً: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1 - السّوق الأولى: تعتبر السوق الأولى جزءاً مهماً ومكوّناً أساسياً وضرورياً لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية.

أ- مفهوم السّوق الأولى: تُعرف أيضاً بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصاً أي مقصوراً على المؤسّسين، أو عاماً وذلك

(1) - حمد الكساسبة، مرجع سابق، ص: 72.

(2) - Securities commission of Malaysia, "Islamic capital market in Malaysia", 2004, p: 01.

(3) - Securities commission of Malaysia, "Understanding the Islamic capital market concept", 2004, p: 03.

بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثّلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها⁽¹⁾.

فالسوق الأولي ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجةً لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).

ب- دور المصارف الإسلامية في تصريف الإصدارات الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية ولغرض تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، أن تقوم بالوظائف التالية:

ب-1- تقديم النصح والمشورة: تقدّم المصارف الإسلامية النصح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية وذلك بخصوص:

- **نوعية الورقة المالية المعروضة:** يمكنها أن 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:** المساعدة في اختيار التوقيت الملائم والمناسب للإصدار مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الحالية والمستقبلية المتوقعة لسوق الأوراق المالية⁽²⁾.
- **الجوانب القانونية والشرعية للإصدار:** المساعدة في التأكد من السلامة القانونية والشرعية للورقة المالية المزمع إصدارها؛

- **سعر الورقة المالية المصدرة:** يوظّف المصرف جميع مهاراته وخبراته التي يمتلكها، ليتمكن من الاتفاق مع الشركة المصدرة على تحديد السعر الأفضل والأنسب للطرفين⁽³⁾.

ب-2- المساعدة في تسجيل الوثائق: تقوم المصارف الإسلامية بمساعدة الشركات المصدرة في تسجيل الوثائق المطلوبة لدى هيئة البورصة، حيث أنّه لا يتم تسويق الإصدار الجديد إلاّ بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية، التي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أنّ البيانات الموضّحة بالطلب

(1) - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 15.

(2) - السيد البدوي عبد الحافظ، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، مصر، 1999، ص: 219.

(3) - عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص: 108.

(الغرض من الإصدار، السعر المعروض للجمهور، الميزانية وقائمة الدخل لـ 03 سنوات سابقة،...) كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ويتولّى المصرف إرسال صورة من تلك البيانات بعد اعتمادها من هيئة البورصة إلى المستثمرين المحتملين⁽¹⁾.

ب-3- الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية: يمكن للمصارف الإسلامية في هذا الإطار أن تقوم بـ:

- القيام بعملية التسويق وترويج الاكتتاب: تبدأ عملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية المصدرة، بإعداد حملة واسعة للدعاية والترويج لها بين الجمهور، ويتولّى المصرف الإسلامي هذه الحملة بالإعلان عن هذا الاكتتاب وشروطه ومزاياه، من خلال عدة طرق: كاللوحات الإعلانية، طبع نشرات وكتيبات، الإذاعة والتلفزة، الصحف والمجلات، ... إلخ⁽²⁾.
 - إصدار شهادات الاكتتاب: يقوم المصرف بتلقي أموال المكتتبين وإصدار شهادات لهم، تحمل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمكتتب والجهة المصدرة⁽³⁾.
 - التعهد بتغطية الإصدار: يقوم المصرف الإسلامي بعملية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية بصفته وكيلاً عن الجهة المصدرة.
- ب-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 - السّوق الثانوية: تحتل السوق الثانوية مكانةً هامّة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حدٍ كبير في استمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، ويتّضح ذلك كما يلي:

أ- مفهوم السّوق الثانوية: وتسمّى أيضاً بسوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية ...) التي سبق إصدارها في السوق الأولى وتمّ الاكتتاب فيها⁽⁴⁾، ويشمل تداول هذه الأوراق البيع والشراء بين حامليها ومستثمرين آخرين سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق استثمار، فالتعامل في هذه السّوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى

(1) - منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 486.

(2) - عاشور عبد الجواد عبد المطلب، "دور البنك في خدمة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص: 22.

(3) - سيد طه بدوي، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 135.

(4) - محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 13.

آخر، وسمّي هذا السوق سوقاً ثانوياً لأنه يتعلّق بمعاملات على أوراق مالية لا تتم لأوّل مرة، لذلك يسمّيه البعض: "صفقات اليد الثانية" وأيضاً "سوق الإصدارات القديمة".

ب- أهمية ووظائف السوق الثانوية: السوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إمّا لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جرّاء عمليات التداول كما هو الحال في السوق الأولية⁽¹⁾. ولذلك تعتبر السوق الأولية سوق الاستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الاستثمار المالي، وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة، مثل: شركات السمسرة الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ السوق الثانوية لا تعتبر سوق تبادل وانتقال الملكية فحسب، بل تقوم أيضاً بدور هام وغير مباشر في خدمة الاقتصاد الوطني في البلاد الإسلامية، ذلك أنّ 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، لأنّ ذلك سيؤدّي إلى زيادة إقبال المستثمرين على الإصدارات والاكتتابات الجديدة التي تتم بها، سواء كانت خاصّة بشركات جديدة تؤسّس لأوّل مرّة، أم لزيادة رؤوس أموال شركات قائمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية⁽³⁾، وهو أمر بلا شك سيعظم فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة إسلامية وتوسيع مشاريع إنتاجية وهو ما تسعى السوق المالية الإسلامية بشقيها الأولي والثانوي إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

(1) - محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 81.

(2) - أشرف دوابة، "نحو سوق مالية عربية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي"، الأردن، 2004، ص: 04.

(3) - أسامة فخري عبد اللطيف، "دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية"، مجلة الجنودول، السنة: 04، العدد: 32، جانفي 2007،

متوفر على الرابط التالي: <http://jandoolmag.150m.com/Prev.%20Issues.htm>

متوفر على الرابط التالي:

المبحث الثالث :

مكونات السوق المالية الإسلامية ومتطلبات إنشائها

حتى تتمكّن السوق المالية الإسلامية من القيام بوظائفها وأنشطتها على أكمل وجه وعلى النحو الذي سطر لها، لابد من توفر العديد من مؤسسات البنية التحتية الداعمة لعملها، كالشركات المساهمة الإسلامية والجهاز المصرفي الإسلامي..، والتي تعتبر من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، حيث أنّها ومن خلال المهام والوظائف التي تؤديها تساهم وبشكل كبير في إنشاء وتدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية.

ومن جهة أخرى، فإنّ هناك العديد من المتطلبات والضوابط والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها وممارسة نشاطها بكفاءة وفعالية.

ويمكن توضيح ذلك من خلال التطرّق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : مكونات السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثاني : متطلبات إنشاء السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: مكونات السوق المالية الإسلامية

من أجل إقامة سوق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما تُظَرُّ لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسّسات لا تقوم إلاّ بها، ومن هذه العناصر نذكر:

- أولاً : الجهاز المصرفي الإسلامي؛
- ثانياً : الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي؛
- ثالثاً : شركات السمسرة وصنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية؛
- رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية؛
- خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني؛
- سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

أولاً: الجهاز المصرفي الإسلامي

يُعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم مؤسسات السوق المالية الإسلامية، حيث أنّه يؤدّي العديد من الوظائف والمهام التي تساهم في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، ومن أهم مؤسساته ما يلي:

1 - المصرف المركزي الإسلامي: يقع في قمة هرم النظام المصرفي الإسلامي، ويُعرف بأنّه: "مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي"⁽¹⁾. ومن أهم خصائص المصرف المركزي الإسلامي التي ينبغي توافرها حتى يتمكن من تأدية المهام والوظائف الموكلة إليه، ما يلي:

أ. هو هيئة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي، ولا تنافسه أي مؤسسة أو هيئة أخرى على القيام بوظائفه، وذلك تطبيقاً لمبدأ وحدة القيادة؛

ب. أن يكون مؤسسة عامة مملوكة للدولة، وهذه الخاصية تمنحها حق إصدار النقود القانونية في الدولة دون سواها من المؤسسات النقدية والمصرفية الأخرى، حيث يُجمع الفقهاء على ضرورة احتكار

(1) - محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1992، ص: 196.

الدولة لهذه الوظيفة لأهميتها، بالإضافة إلى تولّيها الإشراف على السياسة النقدية وذلك وفقاً للسياسة الاقتصادية العامة للدولة⁽¹⁾.

ج. أن يكون المؤسسة الرئيسة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي للدولة، يجمع المصارف الإسلامية وينسّق جهودها وينظّم العلاقات بينها وبين مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيامه بالرقابة والإشراف على المعاملات المصرفية وعمليات السوق النقدية؛

د. هو مؤسسة غير ربحية يهدف لتحقيق أهداف عامة تخدم المصلحة الاقتصادية العامة، كما يركز نشاطه على الأنشطة الكلية، أي الإصدار والإشراف على شؤون النقد والائتمان والابتعاد عن القيام بالعمليات العادية للبنوك⁽²⁾.

هـ. أن يتمتع بمبدأ الاستقلالية، وذلك لغرض إعطاء المصارف المركزية الإسلامية القوة الحيادية اللازمة للمحافظة على التوازن الاقتصادي في البلد، والمساهمة في تقديم البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق درجات عالية من النمو الاقتصادي، من خلال سيطرتها على الجانب النقدي في الاقتصاد⁽³⁾.

ولذلك تُعد استقلالية المصارف المركزية الإسلامية في غاية الأهمية، خاصّةً وأنّها تقوم بدور رقابي وتنظيمي في الأسواق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مشاركتها فيها من خلال الأدوات الإسلامية التي تستعملها لتنفيذ سياستها النقدية، وهذا الدور يتطلّب منها حيادية كبيرة وصلاحيّة من أجل عدم الانحياز والانصياع للضغوط السياسية والإدارية، التي قد تساهم في تعطيل خاصية الكفاءة التي تتطلّبها السوق المالية الإسلامية على غرار نظيرتها التقليدية، حتّى تكون أسواقاً ناضجة ومتطورة، وذلك لأنّ عدم انحياز السوق يُعد من أهم الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة والفعالية، فالسوق الكفؤ يوفّر للمستثمر درجة عالية من العدالة، حيث تظهر الأسعار الحقيقية للأدوات الاستثمارية وتتوفّر المعلومات اللازمة لجميع المتعاملين على حد السواء.

2 - المصارف الإسلامية: تُعرف المصارف الإسلامية بأنّها: "مؤسسات مالية ومصرفية لا تتعامل بالفوائد أخذاً أو عطاءً، وتلتزم في كل نواحي نشاطها ومعاملاتها المختلفة بأحكام وقواعد الشريعة"⁽⁴⁾.

(1) - سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة"، مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص: 354.

(2) - إبراهيم بن صالح العمر، "النقود الائتمانية: دورها وآثارها في اقتصاد إسلامي"، دار العاصمة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 183.

(3) - نضال الشعار، "سوق الأوراق المالية وأدواتها"، الجندي للطباعة والنشر، سوريا، الطبعة 03، 2006، ص: 23.

(4) - فليح حسن خليف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص: 92.

وتقوم المصارف الإسلامية بتقديم خدماتها المصرفية والاستثمارية، طبقاً لأسلوب الوساطة المالية القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة أي "الغنم بالغرم"، حيث تُعد المشاركة القاعدة الأساسية التي تعتمد عليها المصارف الإسلامية في تعاملها مع عملائها، وهي ما يميّزها عن غيرها من المصارف حيث أخرجت العميل من دائرة المديونية إلى دائرة المشاركة.

وتؤدي المصارف الإسلامية دوراً هاماً في عملية إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال:

- أ. يمكن للمصارف الإسلامية أن تؤدي دوراً هاماً في التعرّف على الفرص الاستثمارية، والتحقّق من جدواها والترويج لها بين رجال الأعمال والمستثمرين، ومباشرة تأسيس المشروعات وإدارتها، وذلك لغرض طرح أسهمها في السوق المالية الإسلامية من أجل توسيعها وزيادة حجمها⁽¹⁾؛
- ب. تقديم النصّح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية؛
- ج. القيام بعمليات الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، سواء كان الإصدار خاص بها أو أنّها تقوم بذلك بصفقتها وكيلاً عن الجهة المصدرة لها؛
- د. تؤدي دور الوساطة المالية في السوق، من خلال تقديم التسهيلات الضرورية لتداول الأوراق المالية الإسلامية بين البائعين والمستثمرين؛
- هـ. القيام بحفظ الأوراق المالية الإسلامية وإيداعها ورهنها للاستفادة من القروض الحسنة، وأيضاً تقوم بتحصيل أرباح الأوراق المالية الإسلامية نيابةً عن عملائها ووكالة عنهم، كما تقوم بدفع قيمة الأرباح المقرّرة على تلك الأوراق نيابةً عن الشركات المصدرة لها⁽²⁾.
- و. تكوين إدارة محفظة الأوراق المالية الإسلامية سواء لصالحها أو لصالح الغير، وتشتمل على تلك الأوراق التي يتوافق إصدارها وتداولها مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ينبغي أن تكون متنوّعة من حيث النوع وجهة الإصدار، وتتفاوت من حيث العائد والسيولة وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق.. الخ⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 638.

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

(3) - عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 152.

ز. إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، التي تظهر أهميتها في السوق المالية الإسلامية من خلال ما تقوم به من عملية ربط المدخرات الوطنية بالأسواق المالية، وتشجيع وتمكين صغار المدّخرين من الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بسهولة وكفاءة⁽¹⁾.

ح. تسوية صفقات تداول الأسهم والصكوك الإسلامية، من خلال تصفية المركز المالي للبائع والمشتري، وهذا يتطلب وسائل دفع متطورة وخبرة من قبل موظفي المصرف لكيفية تداول الأسهم وإتمام الصفقات.

ثانياً: الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي

تعتبر كل من الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامية من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، وبدونها تفقد هذه السوق سبباً رئيسياً من أسباب وجودها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - الشركات المساهمة العامة: تُعرف بأنّها: "الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولاً إلاّ بقدر حصته في رأس المال، ولا تعنون باسم أحد الشركاء"⁽²⁾. وينبغي لهذه الشركات وحتى تكون الأوراق التي تصدرها قابلة للتداول في السوق المالية الإسلامية، أن تكون ذات أغراض مشروعة وموضوع نشاطها حلال، بالإضافة إلى خلو تعاملها من أي محظور شرعي: كالربا والغرر والغش ... إلخ⁽³⁾.

وتُعد الشركات المساهمة العامة، سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص وخاصة الأسهم والصكوك الإسلامية التي تصدرها، تُعد المادة الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والتي تلجأ إليها الشركات المساهمة من خلال إصدار أوراق مالية إسلامية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة، لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل، بالإضافة إلى أنّه يمكنها توظيف فوائضها المالية في توظيفات تُدر عليها أرباحاً قد تفوق الأرباح التي تحققها من نشاطها العادي، كالتجارة في بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق⁽⁴⁾.

(1) - سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 448.

(2) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة، لبنان، 2004، ص: 51.

(3) - علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 517.

(4) - Alain Broderie, "Les places financières internationales", Banque éditeur, Paris, 2001, p: 46.

2 - شركات الاستثمار الإسلامية: تُعرف شركات الاستثمار الإسلامية بأنّها: "شركات تتلقّى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدّد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، وليس من حق المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معيّنة داخل التشكيلة، بل حقه يتمثّل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك⁽¹⁾، وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية الأدوات الرئيسية لشركات الاستثمار الإسلامية.

وتُعتبر شركات الاستثمار الإسلامية من المؤسسات المستقلة، التي تقوم بإدارة الأموال للغير وفق قيود قانونية وشروط تعاقدية مع المستثمرين أو تدير الاستثمارات لحسابها، وتقدّم هذه الشركات خدمات الاستثمار على نوعين:

- النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق الإسلامية المختلطة، وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من عدد كبير من المستثمرين؛

- النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصّة، ويقصد بها المحافظ الاستثمارية التي يملكها مستثمر واحد فقط وتدار من قبل إدارة محترفة⁽²⁾.

ومن أهم مزايا الاستثمار في أسهم صناديق وشركات الاستثمار الإسلامي، ما يلي:

أ- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: وذلك في ظل عدم وجود الخبرة والمعرفة والوقت الكافي لدى بعض المستثمرين لإدارة الأدوات الاستثمارية، سيما وأنّ هذه الشركات تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين⁽³⁾، أي ملمّين بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت.

ب- القدرة على التنويع الكفؤ: أي قدرة الشركة على تنويع التشكيلة التي يتكوّن منها صندوق الاستثمار الإسلامي، ممّا يؤدّي إلى زيادة العائد وتخفيض درجة المخاطر مقارنة بمقدرة المستثمر الواحد.

(1) - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص: 95.

(2) - دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، اليازوري، الأردن، 2009، ص: 154.

(3) - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص: 41.

ت- سهولة إدارة المحافظ الاستثمارية والمرونة الملائمة: حيث يُمنح للمستثمر الحق في تحويل أمواله من صندوق لآخر وذلك مقابل رسوم ضئيلة.

ث- تنشيط حركة سوق رأس المال الإسلامي: لا شك في أنّ الأدوات الاستثمارية الإسلامية ستُساهم في تنشيط حركة هذه السوق.

ثالثاً: شركات السمسرة وصنّاع السوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية شركات السمسرة وصنّاع السوق بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، من خلال ما يلي:

1 - شركات السمسرة والخدمات المالية: تقوم بدور حيوي ومهم في السوق المالية، حيث لا يستطيع المستثمر عقد عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية الإسلامية إلاّ من خلال شركة السمسرة. وشركات السمسرة هي الشركات التي تقوم بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في السوق المالية الإسلامية، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية وغيرها، في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء وطبقاً للقوانين والتعليمات المنظّمة لذلك نظير عمولة يتم الاتفاق عليها⁽¹⁾.

وبالإضافة إلى وظيفة تنفيذ أوامر العملاء بالنيابة عنهم، فإنّ شركات السمسرة تقوم بوظائف ونشاطات أخرى:

- أ. إجراء البحوث والدراسات والتحليلات للوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي؛
- ب. تقديم النصيحة والمشورة للمتعاملين حول كيفية استثمار أموالهم؛
- ج. إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وما يؤكّد أهمية هذه الشركات، ما جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص: "يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظّم تداول بعض الأسهم، بأن لا يتم إلاّ بواسطة سمسرة مخصّصين ومرخصين بذلك العمل، لأنّ هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة، ويجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية، لأنّ هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة".

(1) - حسين حسين شحاته وعصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة، ص: 08.

(2) - محفوظ جبار، "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء: 03، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 07.

2 - صنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية: صنّاع السوق هم عبارة عن منشآت أو مؤسسات مالية قوية، تقف دائماً على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع أوراق مالية لحسابها الخاص، متحمّلة المخاطر المالية لمثل تلك الصفقات⁽¹⁾.

وصنّاع السوق لا يسعون لتحقيق الأرباح بل يحققونه من خلال القيام بمهمّتهم، والكثير من شركات السّمسرة تقوم بمهمّة صناعة السوق، فقد تمتلك هذه الشركات أسهمًا في مئات الشركات، أو قد لا تقوم بصناعة السوق إلّا لعددٍ ضئيل من الأسهم، وهي جميعاً على استعداد لبيع وشراء تلك الأسهم. ولصنّاع السوق دور مهم في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية، حيث يقومون بشراء أسهم معيّنة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة، وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة⁽²⁾.

وبالتّالي وفي وجود صنّاع السّوق فإنّ السّوق الثانوية تحتفظ دائماً بحالة من التوازن بين العرض والطلب، من خلال دخولهم كطرف بائع عند إقبال المستثمرين على الشراء، وكطرفٍ مشتريٍّ في حالة ازدياد عروض البيع⁽³⁾، وهو ما يخلق نوعاً من استمرارية التداول وتوفير السيولة اللازمة لطمأنة المتعاملين وتقليل مخاطرهم، بالإضافة للمحافظة على استقرار الأسواق وحجم التعامل.

رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية

تمارس هذه الشركات أنشطة ضرورية لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومحركة لها، وتعين السوق على أداء وظائفها على أكمل وجه، ومن أهم هذه المؤسسات ما يلي:

1 - شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، والعمل على جلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة⁽⁴⁾. ولا تقتصر مهمّة هذه الشركات على الترويج وتلقي اكتتاب الجمهور فحسب، بل تقوم أيضاً بتقييم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة، وإدارة عملية التسويق واختيار وكلاء البيع

(1) - جيمس بي آر كبرو و رون شولتز، "الاكتتاب دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 475.

(2) - رمضان الشراح، "صنّاع السوق، التجربة الكويتية"، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صنّاع السوق"، الكويت، 2006، ص: 05.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 657.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص: 109.

للجمهور⁽¹⁾. ولا شك في أنّ هذه النشاطات التي تقوم بها هذه الشركات تساهم في خلق السوق الثانوية، من خلال طرح الأوراق المالية الإسلامية التي تكتتب فيها في البورصة، كما تعمل أيضًا على تنشيط السوق الأولية من خلال الاكتتاب في الأوراق المالية وتسويقها وترويجها.

2 - شركات رأس المال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية، أو شركات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الاستثمار أو ضعف التنظيم فيها⁽²⁾، وذلك بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها، بالإضافة إلى قيامها بتقديم الخدمات الفنية والإدارية للشركات التي تصدر أوراق مالية إسلامية.

3 - شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية: هي شركات يتمثل نشاطها الأساسي في تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء سواء كانوا أفراد أو شركات أو مصارف، كما تقوم أيضًا بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للمستثمرين ومتابعة تطوّر تلك الأوراق، فقد تباعها إما لغرض تحقيق الأرباح أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو قد تحتفظ بها لتحسين الفرصة المناسبة للتصرف فيها⁽³⁾.

4 - شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: يُعتبر وجود مثل هذه المؤسسات من الضرورات الأساسية للسوق المالية الإسلامية، وذلك لضرورة وجود جهة مختصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في نفس الوقت عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة⁽⁴⁾.

فمنظراً لانتساع تعاملات السوق المالية الإسلامية وتعدد المؤسسات والأدوات المالية المتداولة فيها، كان لزاماً استحداث مؤسسة تتولّى إجراءات التسوية عن طريق المقاصة بين تلك المؤسسات، وينتهي الأمر بإلغاء الأسهم والاكتفاء بشهادة ملكية للأسهم يتم تداولها إضافةً وخصماً من خلال شركة المقاصة، باعتبار أنّها الجهة التي ستحتفظ بالأوراق المالية مركزياً⁽⁵⁾.

(1) - زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 200.

(2) - حسين حسين شحاته وعطية فياض، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - المرجع السابق، ص: 12.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 26.

(5) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 110.

ولا شك أنّ وجود مثل هذه المؤسسات يُعطي للمستثمر الشعور بالأمان والطمأنينة بأنّ تعاملاته المالية سوف تتم على نحو رسمي ومأمون.

خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني

يمكن توضيح أهمية هذه الشركات بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، كما يلي:

- 1 - شركات التأمين التكافلي على الاستثمارات: يُعرف التأمين التكافلي بأنه: "تعاون بين مجموعة من الأشخاص يُسمّون (هيئة المشتركين)، يتعرّضون لخطرٍ أو أخطارٍ معيّنة⁽¹⁾، من أجل تفتيت المخاطر فيما بينهم وتحملهم جميعاً آثاره على أساس التبرّع والالتزام بالشرع⁽²⁾.
- أما شركات التأمين التكافلي فهي التي أسّسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر⁽³⁾.
- وقد بيّنت تجربة الأسواق المالية التقليدية المعاصرة أنّ وجود شركات التأمين على الاستثمار كان لغرض حماية أموال المستثمرين في الأوراق المالية، ولذلك فإنّ شركات التأمين التكافلي تعتبر من عوامل الجذب الأساسية للأفراد العاديين للاشتراك في السوق المالية الإسلامية⁽⁴⁾.
- 2 - وكالات التصنيف الائتماني: يُقصد بالتصنيف الائتماني: "تقويم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها تجاه الآخرين وقوة ملاءتها المالية"⁽⁵⁾.

(1) - شعبان محمد 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، ص: 04.

(2) - علي محي الدين القرة 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، ص: 11.

(3) - عجيل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص: 04.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 27.

(5) - عبد الستار أبو غدة، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004، ص: 03.

وشركات التصنيف الائتماني: "هي شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة، وتقوم بإصدار تصنيف (مقياس حرفي للجدارة الائتمانية)، يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، وإصداراتها من الأوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق"⁽¹⁾.
وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور مهم وحيوي في الأسواق المالية الحديثة، ولها دور أساسي في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية.

وبسبب الأهمية البالغة لوكالات التصنيف الائتماني لآلية عمل الأسواق المالية، بادرت بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إلى إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، وذلك للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك، للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان، بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والمصارف والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم⁽²⁾.

سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية هذه المؤسسات كما يلي:

- 1 - **الهيئة العامة لسوق المال:** إن وجود مثل هذه الهيئة أمرٌ في غاية الأهمية، إذ أنه من غير الممكن تسيير عمل الأسواق المالية بدون هيئة تتولى مهمات الرقابة والتنظيم والتشريع والإشراف وتحديث وتطوير هذه الأسواق، بالإضافة إلى أنها تمثل المرجعية الأساسية للمستثمر، من خلال ما توفره من حماية ورعاية لحقوق المستثمرين وجميع المشاركين في السوق⁽³⁾. ومن أهم وظائف هذه الهيئة:
- وضع القواعد والإجراءات التنظيمية اللازمة لتنظيم التعامل بالسوق المالية؛
- تمثل الجهة الرقابية التي تتولى متابعة مدى التزام الجهات المختلفة بتنفيذ الإجراءات المنصوص عليها⁽⁴⁾.

(1) - أماني بورسلي، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، منشورات شركة كاييتال ستوندارز، الكويت، ص: 01.

(2) - سامر مظهر فنتقجي، "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، ص: 38، متوفرة على: www.Kantakji.Org

(3) - نضال السيد، مرجع سابق، ص: 24.

(4) - سعد عبد الحميد مطاوع، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية"، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص: 481.

- وضع قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية وغير المالية الملزمة للشركات؛
 - الإشراف على إنشاء مؤسسات سوق الأوراق المالية واختيار فريق الإدارة المؤهل لتسيير أمورهما؛
 - مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة والإيداع المركزي؛
 - الإشراف على إدراج الشركات المساهمة العامة وتنظيم عمل بيوت السمسرة والاستثمار؛
 - وضع القواعد اللازمة لمنع كل أشكال التلاعبات المختلفة⁽¹⁾.
 - الأعضاء والوسطاء من حيث شروط قبولهم وبيان أعمالهم وحقوقهم، ودور الأجهزة والمؤسسات المساعدة كصناع السوق ومصارف الاستثمار والمصارف والمؤسسات الأخرى؛
 - الإجراءات التأديبية للأعضاء والوسطاء وملتزمي السوق وسائر المتعاملين فيه؛
 - شروط قبول الأوراق المالية التي يجوز التعامل بها في السوق وتنظيم التعامل بها وتسجيلها وإعلان الأسعار... إلخ؛
 - عقد الصفقات وأنظمة التسوية والتقصص إلى غير ذلك من إجراءات تنظيم العمل بالسوق من حيث التعامل وشكل العمليات⁽²⁾.
- ومن خلال إصدار هذا القانون ولوائحه المختلفة، يمكن إقامة سوق مالية على أسس شرعية وعلمية سليمة، تحفظ حقوق المتعاملين بها وتساهم مساهمة واضحة في عملية التنمية الاقتصادية.
- ومن أجل تدعيم ومساندة الهيئة العامة لسوق المال، ينبغي أن تحتوي السوق المالية الإسلامية على هيئة للرقابة الشرعية، تخضع لسلطة الهيئة العامة وتكون تحت إشرافها وتلتزم بكافة القوانين والإجراءات التي لا تتعارض مع الشريعة والموضوعة من قبل الهيئة العامة، ويكون من مهامها الرقابة على كافة أدوات وأنشطة وتعاملات السوق المالية، للتأكد من مدى التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

2 - سوق الأوراق المالية الإسلامية: سوق الأوراق المالية الإسلامية هي السوق التي يتم فيها التقاء العرض والطلب للأوراق المالية الإسلامية، وبالتالي فهي الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية الإسلامية بين حاملها وبين الراغبين في شرائها.

(1) - فوزي مجاز، "الوظائف الاقتصادية لقطاع الأوراق المالية وعناصره"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "نظرة عامة حول قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 36.

(2) - سالم مفتاح القماطي، مرجع سابق، ص: 274.

المطلب الأول: مكونات السوق المالية الإسلامية

من أجل إقامة سوق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما تُظَرُّ لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسّسات لا تقوم إلاّ بها، ومن هذه العناصر نذكر:

- أولاً : الجهاز المصرفي الإسلامي؛
- ثانياً : الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي؛
- ثالثاً : شركات السمسرة وصنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية؛
- رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية؛
- خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني؛
- سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

أولاً: الجهاز المصرفي الإسلامي

يُعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم مؤسسات السوق المالية الإسلامية، حيث أنّه يؤدّي العديد من الوظائف والمهام التي تساهم في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، ومن أهم مؤسساته ما يلي:

1 - المصرف المركزي الإسلامي: يقع في قمة هرم النظام المصرفي الإسلامي، ويُعرف بأنّه: "مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي"⁽¹⁾. ومن أهم خصائص المصرف المركزي الإسلامي التي ينبغي توافرها حتى يتمكن من تأدية المهام والوظائف الموكلة إليه، ما يلي:

أ. هو هيئة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي، ولا تنافسه أي مؤسسة أو هيئة أخرى على القيام بوظائفه، وذلك تطبيقاً لمبدأ وحدة القيادة؛

ب. أن يكون مؤسسة عامة مملوكة للدولة، وهذه الخاصية تمنحها حق إصدار النقود القانونية في الدولة دون سواها من المؤسسات النقدية والمصرفية الأخرى، حيث يُجمع الفقهاء على ضرورة احتكار

(1) - محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1992، ص: 196.

الدولة لهذه الوظيفة لأهميتها، بالإضافة إلى تولّيها الإشراف على السياسة النقدية وذلك وفقاً للسياسة الاقتصادية العامة للدولة⁽¹⁾.

ج. أن يكون المؤسسة الرئيسة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي للدولة، يجمع المصارف الإسلامية وينسّق جهودها وينظّم العلاقات بينها وبين مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيامه بالرقابة والإشراف على المعاملات المصرفية وعمليات السوق النقدية؛

د. هو مؤسسة غير ربحية يهدف لتحقيق أهداف عامة تخدم المصلحة الاقتصادية العامة، كما يركز نشاطه على الأنشطة الكلية، أي الإصدار والإشراف على شؤون النقد والائتمان والابتعاد عن القيام بالعمليات العادية للبنوك⁽²⁾.

هـ. أن يتمتع بمبدأ الاستقلالية، وذلك لغرض إعطاء المصارف المركزية الإسلامية القوة الحيادية اللازمة للمحافظة على التوازن الاقتصادي في البلد، والمساهمة في تقديم البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق درجات عالية من النمو الاقتصادي، من خلال سيطرتها على الجانب النقدي في الاقتصاد⁽³⁾.

ولذلك تُعد استقلالية المصارف المركزية الإسلامية في غاية الأهمية، خاصّةً وأنّها تقوم بدور رقابي وتنظيمي في الأسواق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مشاركتها فيها من خلال الأدوات الإسلامية التي تستعملها لتنفيذ سياستها النقدية، وهذا الدور يتطلّب منها حيادية كبيرة وصلاحيّة من أجل عدم الانحياز والانصياع للضغوط السياسية والإدارية، التي قد تساهم في تعطيل خاصية الكفاءة التي تتطلّبها السوق المالية الإسلامية على غرار نظيرتها التقليدية، حتّى تكون أسواقاً ناضجة ومتطورة، وذلك لأنّ عدم انحياز السوق يُعد من أهم الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة والفعالية، فالسوق الكفؤ يوفّر للمستثمر درجة عالية من العدالة، حيث تظهر الأسعار الحقيقية للأدوات الاستثمارية وتتوفّر المعلومات اللازمة لجميع المتعاملين على حد السواء.

2 - المصارف الإسلامية: تُعرف المصارف الإسلامية بأنّها: "مؤسسات مالية ومصرفية لا تتعامل بالفوائد أخذاً أو عطاءً، وتلتزم في كل نواحي نشاطها ومعاملاتها المختلفة بأحكام وقواعد الشريعة"⁽⁴⁾.

(1) - سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة"، مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص: 354.

(2) - إبراهيم بن صالح العمر، "النقود الائتمانية: دورها وآثارها في اقتصاد إسلامي"، دار العاصمة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 183.

(3) - نضال الشعار، "سوق الأوراق المالية وأدواتها"، الجندي للطباعة والنشر، سوريا، الطبعة 03، 2006، ص: 23.

(4) - فليح حسن خليف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص: 92.

وتقوم المصارف الإسلامية بتقديم خدماتها المصرفية والاستثمارية، طبقاً لأسلوب الوساطة المالية القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة أي "الغنم بالغرم"، حيث تُعد المشاركة القاعدة الأساسية التي تعتمد عليها المصارف الإسلامية في تعاملها مع عملائها، وهي ما يميّزها عن غيرها من المصارف حيث أخرجت العميل من دائرة المديونية إلى دائرة المشاركة.

وتؤدي المصارف الإسلامية دوراً هاماً في عملية إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال:

- أ. يمكن للمصارف الإسلامية أن تؤدي دوراً هاماً في التعرّف على الفرص الاستثمارية، والتحقّق من جدواها والترويج لها بين رجال الأعمال والمستثمرين، ومباشرة تأسيس المشروعات وإدارتها، وذلك لغرض طرح أسهمها في السوق المالية الإسلامية من أجل توسيعها وزيادة حجمها⁽¹⁾؛
- ب. تقديم النصّح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية؛
- ج. القيام بعمليات الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، سواء كان الإصدار خاص بها أو أنّها تقوم بذلك بصفقتها وكيلاً عن الجهة المصدرة لها؛
- د. تؤدي دور الوساطة المالية في السوق، من خلال تقديم التسهيلات الضرورية لتداول الأوراق المالية الإسلامية بين البائعين والمستثمرين؛
- هـ. القيام بحفظ الأوراق المالية الإسلامية وإيداعها ورهنها للاستفادة من القروض الحسنة، وأيضاً تقوم بتحصيل أرباح الأوراق المالية الإسلامية نيابةً عن عملائها ووكالة عنهم، كما تقوم بدفع قيمة الأرباح المقرّرة على تلك الأوراق نيابةً عن الشركات المصدرة لها⁽²⁾.
- و. تكوين إدارة محفظة الأوراق المالية الإسلامية سواء لصالحها أو لصالح الغير، وتشتمل على تلك الأوراق التي يتوافق إصدارها وتداولها مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ينبغي أن تكون متنوّعة من حيث النوع وجهة الإصدار، وتتفاوت من حيث العائد والسيولة وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق.. الخ⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 638.

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

(3) - عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 152.

ز. إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، التي تظهر أهميتها في السوق المالية الإسلامية من خلال ما تقوم به من عملية ربط المدخرات الوطنية بالأسواق المالية، وتشجيع وتمكين صغار المدّخرين من الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بسهولة وكفاءة⁽¹⁾.

ح. تسوية صفقات تداول الأسهم والصكوك الإسلامية، من خلال تصفية المركز المالي للبائع والمشتري، وهذا يتطلب وسائل دفع متطورة وخبرة من قبل موظفي المصرف لكيفية تداول الأسهم وإتمام الصفقات.

ثانياً: الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي

تعتبر كل من الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامية من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، وبدونها تفقد هذه السوق سبباً رئيسياً من أسباب وجودها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - الشركات المساهمة العامة: تُعرف بأنّها: "الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولاً إلاّ بقدر حصته في رأس المال، ولا تعنون باسم أحد الشركاء"⁽²⁾. وينبغي لهذه الشركات وحتى تكون الأوراق التي تصدرها قابلة للتداول في السوق المالية الإسلامية، أن تكون ذات أغراض مشروعة وموضوع نشاطها حلال، بالإضافة إلى خلو تعاملها من أي محظور شرعي: كالربا والغرر والغش ... إلخ⁽³⁾.

وتُعد الشركات المساهمة العامة، سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص وخاصة الأسهم والصكوك الإسلامية التي تصدرها، تُعد المادة الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والتي تلجأ إليها الشركات المساهمة من خلال إصدار أوراق مالية إسلامية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة، لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل، بالإضافة إلى أنّه يمكنها توظيف فوائضها المالية في توظيفات تُدر عليها أرباحاً قد تفوق الأرباح التي تحققها من نشاطها العادي، كالتجارة في بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق⁽⁴⁾.

(1) - سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 448.

(2) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة، لبنان، 2004، ص: 51.

(3) - علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 517.

(4) - Alain Broderie, "Les places financières internationales", Banque éditeur, Paris, 2001, p: 46.

2 - شركات الاستثمار الإسلامية: تُعرف شركات الاستثمار الإسلامية بأنّها: "شركات تتلقّى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدّد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، وليس من حق المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معيّنة داخل التشكيلة، بل حقه يتمثّل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك⁽¹⁾، وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية الأدوات الرئيسية لشركات الاستثمار الإسلامية.

وتُعتبر شركات الاستثمار الإسلامية من المؤسسات المستقلة، التي تقوم بإدارة الأموال للغير وفق قيود قانونية وشروط تعاقدية مع المستثمرين أو تدير الاستثمارات لحسابها، وتقدّم هذه الشركات خدمات الاستثمار على نوعين:

- النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق الإسلامية المختلطة، وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من عدد كبير من المستثمرين؛

- النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصّة، ويقصد بها المحافظ الاستثمارية التي يملكها مستثمر واحد فقط وتدار من قبل إدارة محترفة⁽²⁾.

ومن أهم مزايا الاستثمار في أسهم صناديق وشركات الاستثمار الإسلامي، ما يلي:

- أ- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة:** وذلك في ظل عدم وجود الخبرة والمعرفة والوقت الكافي لدى بعض المستثمرين لإدارة الأدوات الاستثمارية، سيما وأنّ هذه الشركات تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين⁽³⁾، أي ملمّين بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت.
- ب- القدرة على التنويع الكفؤ:** أي قدرة الشركة على تنويع التشكيلة التي يتكوّن منها صندوق الاستثمار الإسلامي، ممّا يؤدّي إلى زيادة العائد وتخفيض درجة المخاطر مقارنة بمقدرة المستثمر الواحد.

(1) - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص: 95.

(2) - دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، اليازوري، الأردن، 2009، ص: 154.

(3) - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص: 41.

ت- سهولة إدارة المحافظ الاستثمارية والمرونة الملائمة: حيث يُمنح للمستثمر الحق في تحويل أمواله من صندوق لآخر وذلك مقابل رسوم ضئيلة.

ث- تنشيط حركة سوق رأس المال الإسلامي: لا شك في أنّ الأدوات الاستثمارية الإسلامية ستُساهم في تنشيط حركة هذه السوق.

ثالثاً: شركات السمسرة وصنّاع السوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية شركات السمسرة وصنّاع السوق بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، من خلال ما يلي:

1 - شركات السمسرة والخدمات المالية: تقوم بدور حيوي ومهم في السوق المالية، حيث لا يستطيع المستثمر عقد عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية الإسلامية إلاّ من خلال شركة السمسرة. وشركات السمسرة هي الشركات التي تقوم بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في السوق المالية الإسلامية، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية وغيرها، في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء وطبقاً للقوانين والتعليمات المنظّمة لذلك نظير عمولة يتم الاتفاق عليها⁽¹⁾.

وبالإضافة إلى وظيفة تنفيذ أوامر العملاء بالنيابة عنهم، فإنّ شركات السمسرة تقوم بوظائف ونشاطات أخرى:

- أ. إجراء البحوث والدراسات والتحليلات للوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي؛
- ب. تقديم النصيحة والمشورة للمتعاملين حول كيفية استثمار أموالهم؛
- ج. إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وما يؤكّد أهمية هذه الشركات، ما جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص: "يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظّم تداول بعض الأسهم، بأن لا يتم إلاّ بواسطة سمسرة مخصّصين ومرخصين بذلك العمل، لأنّ هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة، ويجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية، لأنّ هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة".

(1) - حسين حسين شحاته وعصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة، ص: 08.

(2) - محفوظ جبار، "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء: 03، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 07.

2 - صنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية: صنّاع السوق هم عبارة عن منشآت أو مؤسسات مالية قوية، تقف دائماً على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع أوراق مالية لحسابها الخاص، متحمّلة المخاطر المالية لمثل تلك الصفقات⁽¹⁾.

وصنّاع السوق لا يسعون لتحقيق الأرباح بل يحققونه من خلال القيام بمهمّتهم، والكثير من شركات السّمسرة تقوم بمهمّة صناعة السوق، فقد تمتلك هذه الشركات أسهمًا في مئات الشركات، أو قد لا تقوم بصناعة السوق إلّا لعددٍ ضئيل من الأسهم، وهي جميعاً على استعداد لبيع وشراء تلك الأسهم. ولصنّاع السوق دور مهم في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية، حيث يقومون بشراء أسهم معيّنة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة، وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة⁽²⁾.

وبالتّالي وفي وجود صنّاع السّوق فإنّ السّوق الثانوية تحتفظ دائماً بحالة من التوازن بين العرض والطلب، من خلال دخولهم كطرف بائع عند إقبال المستثمرين على الشراء، وكطرفٍ مشتريٍّ في حالة ازدياد عروض البيع⁽³⁾، وهو ما يخلق نوعاً من استمرارية التداول وتوفير السيولة اللازمة لطمأنة المتعاملين وتقليل مخاطرهم، بالإضافة للمحافظة على استقرار الأسواق وحجم التعامل.

رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية

تمارس هذه الشركات أنشطة ضرورية لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومحركة لها، وتعين السوق على أداء وظائفها على أكمل وجه، ومن أهم هذه المؤسسات ما يلي:

1 - شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، والعمل على جلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة⁽⁴⁾. ولا تقتصر مهمّة هذه الشركات على الترويج وتلقي اكتتاب الجمهور فحسب، بل تقوم أيضاً بتقييم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة، وإدارة عملية التسويق واختيار وكلاء البيع

(1) - جيمس بي آر كبرو و رون شولتز، "الاكتتاب دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 475.

(2) - رمضان الشراح، "صنّاع السوق، التجربة الكويتية"، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صنّاع السوق"، الكويت، 2006، ص: 05.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 657.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص: 109.

للجمهور⁽¹⁾. ولا شك في أنّ هذه النشاطات التي تقوم بها هذه الشركات تساهم في خلق السوق الثانوية، من خلال طرح الأوراق المالية الإسلامية التي تكتتب فيها في البورصة، كما تعمل أيضًا على تنشيط السوق الأولية من خلال الاكتتاب في الأوراق المالية وتسويقها وترويجها.

2 - شركات رأس المال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية، أو شركات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الاستثمار أو ضعف التنظيم فيها⁽²⁾، وذلك بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها، بالإضافة إلى قيامها بتقديم الخدمات الفنية والإدارية للشركات التي تصدر أوراق مالية إسلامية.

3 - شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية: هي شركات يتمثل نشاطها الأساسي في تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء سواء كانوا أفراد أو شركات أو مصارف، كما تقوم أيضًا بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للمستثمرين ومتابعة تطوّر تلك الأوراق، فقد تباعها إما لغرض تحقيق الأرباح أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو قد تحتفظ بها لتحسين الفرصة المناسبة للتصرف فيها⁽³⁾.

4 - شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: يُعتبر وجود مثل هذه المؤسسات من الضرورات الأساسية للسوق المالية الإسلامية، وذلك لضرورة وجود جهة مختصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في نفس الوقت عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة⁽⁴⁾.

فمنظراً لانتساع تعاملات السوق المالية الإسلامية وتعدد المؤسسات والأدوات المالية المتداولة فيها، كان لزاماً استحداث مؤسسة تتولّى إجراءات التسوية عن طريق المقاصة بين تلك المؤسسات، وينتهي الأمر بإلغاء الأسهم والاكتفاء بشهادة ملكية للأسهم يتم تداولها إضافةً وخصماً من خلال شركة المقاصة، باعتبار أنّها الجهة التي ستحتفظ بالأوراق المالية مركزياً⁽⁵⁾.

(1) - زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 200.

(2) - حسين حسين شحاته وعطية فياض، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - المرجع السابق، ص: 12.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 26.

(5) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 110.

ولا شك أنّ وجود مثل هذه المؤسسات يُعطي للمستثمر الشعور بالأمان والطمأنينة بأنّ تعاملاته المالية سوف تتم على نحو رسمي ومأمون.

خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني

يمكن توضيح أهمية هذه الشركات بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، كما يلي:

1 - شركات التأمين التكافلي على الاستثمارات: يُعرف التأمين التكافلي بأنه: "تعاون بين مجموعة من الأشخاص يُسمّون (هيئة المشتركين)، يتعرّضون لخطرٍ أو أخطارٍ معيّنة⁽¹⁾، من أجل تفتيت المخاطر فيما بينهم وتحملهم جميعاً آثاره على أساس التبرّع والالتزام بالشرع⁽²⁾.

أما شركات التأمين التكافلي فهي التي أسّسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر⁽³⁾.

وقد بيّنت تجربة الأسواق المالية التقليدية المعاصرة أنّ وجود شركات التأمين على الاستثمار كان لغرض حماية أموال المستثمرين في الأوراق المالية، ولذلك فإنّ شركات التأمين التكافلي تعتبر من عوامل الجذب الأساسية للأفراد العاديين للاشتراك في السوق المالية الإسلامية⁽⁴⁾.

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

(1) - شعبان محمد 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، ص: 04.

(2) - علي محي الدين القرة 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، ص: 11.

(3) - عجيل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص: 04.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 27.

(5) - عبد الستار أبو غدة، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004، ص: 03.

وشركات التصنيف الائتماني: "هي شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة، وتقوم بإصدار تصنيف (مقياس حرفي للجدارة الائتمانية)، يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، وإصداراتها من الأوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق"⁽¹⁾.
وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور مهم وحيوي في الأسواق المالية الحديثة، ولها دور أساسي في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية.

وبسبب الأهمية البالغة لوكالات التصنيف الائتماني لآلية عمل الأسواق المالية، بادرت بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إلى إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، وذلك للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك، للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان، بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والمصارف والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم⁽²⁾.

سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية هذه المؤسسات كما يلي:

- 1 - **الهيئة العامة لسوق المال:** إن وجود مثل هذه الهيئة أمرٌ في غاية الأهمية، إذ أنه من غير الممكن تسيير عمل الأسواق المالية بدون هيئة تتولى مهمات الرقابة والتنظيم والتشريع والإشراف وتحديث وتطوير هذه الأسواق، بالإضافة إلى أنها تمثل المرجعية الأساسية للمستثمر، من خلال ما توفره من حماية ورعاية لحقوق المستثمرين وجميع المشاركين في السوق⁽³⁾. ومن أهم وظائف هذه الهيئة:
- وضع القواعد والإجراءات التنظيمية اللازمة لتنظيم التعامل بالسوق المالية؛
- تمثل الجهة الرقابية التي تتولى متابعة مدى التزام الجهات المختلفة بتنفيذ الإجراءات المنصوص عليها⁽⁴⁾.

(1) - أماني بورسلي، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، منشورات شركة كاييتال ستوندارز، الكويت، ص: 01.

(2) - سامر مظهر فنتقجي، "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، ص: 38، متوفرة على: www.Kantakji.Org

(3) - نضال السيد، مرجع سابق، ص: 24.

(4) - سعد عبد الحميد مطاوع، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية"، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص: 481.

- وضع قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية وغير المالية الملزمة للشركات؛
 - الإشراف على إنشاء مؤسسات سوق الأوراق المالية واختيار فريق الإدارة المؤهل لتسيير أمورهما؛
 - مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة والإيداع المركزي؛
 - الإشراف على إدراج الشركات المساهمة العامة وتنظيم عمل بيوت السمسرة والاستثمار؛
 - وضع القواعد اللازمة لمنع كل أشكال التلاعبات المختلفة⁽¹⁾.
 - الأعضاء والوسطاء من حيث شروط قبولهم وبيان أعمالهم وحقوقهم، ودور الأجهزة والمؤسسات المساعدة كصناع السوق ومصارف الاستثمار والمصارف والمؤسسات الأخرى؛
 - الإجراءات التأديبية للأعضاء والوسطاء وملتزمي السوق وسائر المتعاملين فيه؛
 - شروط قبول الأوراق المالية التي يجوز التعامل بها في السوق وتنظيم التعامل بها وتسجيلها وإعلان الأسعار... إلخ؛
 - عقد الصفقات وأنظمة التسوية والتقصص إلى غير ذلك من إجراءات تنظيم العمل بالسوق من حيث التعامل وشكل العمليات⁽²⁾.
- ومن خلال إصدار هذا القانون ولوائحه المختلفة، يمكن إقامة سوق مالية على أسس شرعية وعلمية سليمة، تحفظ حقوق المتعاملين بها وتساهم مساهمة واضحة في عملية التنمية الاقتصادية.
- ومن أجل تدعيم ومساندة الهيئة العامة لسوق المال، ينبغي أن تحتوي السوق المالية الإسلامية على هيئة للرقابة الشرعية، تخضع لسلطة الهيئة العامة وتكون تحت إشرافها وتلتزم بكافة القوانين والإجراءات التي لا تتعارض مع الشريعة والموضوعة من قبل الهيئة العامة، ويكون من مهامها الرقابة على كافة أدوات وأنشطة وتعاملات السوق المالية، للتأكد من مدى التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

2 - سوق الأوراق المالية الإسلامية: سوق الأوراق المالية الإسلامية هي السوق التي يتم فيها التقاء العرض والطلب للأوراق المالية الإسلامية، وبالتالي فهي الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية الإسلامية بين حاملها وبين الراغبين في شرائها.

(1) - فوزي مجاز، "الوظائف الاقتصادية لقطاع الأوراق المالية وعناصره"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "نظرة عامة حول قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 36.

(2) - سالم مفتاح القماطي، مرجع سابق، ص: 274.

المطلب الأول: مكونات السوق المالية الإسلامية

من أجل إقامة سوق مالية إسلامية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتمارس نشاطها بفعالية ووفق ما تُظَرُّ لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسّسات لا تقوم إلاّ بها، ومن هذه العناصر نذكر:

- أولاً : الجهاز المصرفي الإسلامي؛
- ثانياً : الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي؛
- ثالثاً : شركات السمسرة وصنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية؛
- رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية؛
- خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني؛
- سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية.

أولاً: الجهاز المصرفي الإسلامي

يُعتبر الجهاز المصرفي الإسلامي من أهم مؤسسات السوق المالية الإسلامية، حيث أنّه يؤدّي العديد من الوظائف والمهام التي تساهم في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية، ومن أهم مؤسساته ما يلي:

1 - المصرف المركزي الإسلامي: يقع في قمة هرم النظام المصرفي الإسلامي، ويُعرف بأنّه: "مؤسسة حكومية مستقلة، مسؤولة عن تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للاقتصاد الإسلامي في الحقل النقدي والمصرفي"⁽¹⁾. ومن أهم خصائص المصرف المركزي الإسلامي التي ينبغي توافرها حتى يتمكن من تأدية المهام والوظائف الموكلة إليه، ما يلي:

أ. هو هيئة نقدية وحيدة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي، ولا تنافسه أي مؤسسة أو هيئة أخرى على القيام بوظائفه، وذلك تطبيقاً لمبدأ وحدة القيادة؛

ب. أن يكون مؤسسة عامة مملوكة للدولة، وهذه الخاصية تمنحها حق إصدار النقود القانونية في الدولة دون سواها من المؤسسات النقدية والمصرفية الأخرى، حيث يُجمع الفقهاء على ضرورة احتكار

(1) - محمد عمر شابرا، "نحو نظام نقدي عادل"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1992، ص: 196.

الدولة لهذه الوظيفة لأهميتها، بالإضافة إلى تولّيها الإشراف على السياسة النقدية وذلك وفقاً للسياسة الاقتصادية العامة للدولة⁽¹⁾.

ج. أن يكون المؤسسة الرئيسة في النظام النقدي والمصرفي الإسلامي للدولة، يجمع المصارف الإسلامية وينسّق جهودها وينظّم العلاقات بينها وبين مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيامه بالرقابة والإشراف على المعاملات المصرفية وعمليات السوق النقدية؛

د. هو مؤسسة غير ربحية يهدف لتحقيق أهداف عامة تخدم المصلحة الاقتصادية العامة، كما يركز نشاطه على الأنشطة الكلية، أي الإصدار والإشراف على شؤون النقد والائتمان والابتعاد عن القيام بالعمليات العادية للبنوك⁽²⁾.

هـ. أن يتمتّع بمبدأ الاستقلالية، وذلك لغرض إعطاء المصارف المركزية الإسلامية القوة الحيادية اللازمة للمحافظة على التوازن الاقتصادي في البلد، والمساهمة في تقديم البيئة الاقتصادية الملائمة لتحقيق درجات عالية من النمو الاقتصادي، من خلال سيطرتها على الجانب النقدي في الاقتصاد⁽³⁾.

ولذلك تُعد استقلالية المصارف المركزية الإسلامية في غاية الأهمية، خاصّةً وأنّها تقوم بدور رقابي وتنظيمي في الأسواق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى مشاركتها فيها من خلال الأدوات الإسلامية التي تستعملها لتنفيذ سياستها النقدية، وهذا الدور يتطلّب منها حيادية كبيرة وصلاحيّة من أجل عدم الانحياز والانصياع للضغوط السياسية والإدارية، التي قد تساهم في تعطيل خاصية الكفاءة التي تتطلّبها السوق المالية الإسلامية على غرار نظيرتها التقليدية، حتّى تكون أسواقاً ناضجة ومتطورة، وذلك لأنّ عدم انحياز السوق يُعد من أهم الشروط الأساسية لتحقيق الكفاءة والفعالية، فالسوق الكفؤ يوفّر للمستثمر درجة عالية من العدالة، حيث تظهر الأسعار الحقيقية للأدوات الاستثمارية وتتوفّر المعلومات اللازمة لجميع المتعاملين على حد السواء.

2 - المصارف الإسلامية: تُعرف المصارف الإسلامية بأنّها: "مؤسسات مالية ومصرفية لا تتعامل بالفوائد أخذاً أو عطاءً، وتلتزم في كل نواحي نشاطها ومعاملاتها المختلفة بأحكام وقواعد الشريعة"⁽⁴⁾.

(1) - سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة"، مكتبة الريام، الجزائر، 2006، ص: 354.

(2) - إبراهيم بن صالح العمر، "النقود الائتمانية: دورها وآثارها في اقتصاد إسلامي"، دار العاصمة، المملكة العربية السعودية، 1993، ص: 183.

(3) - نضال الشعار، "سوق الأوراق المالية وأدواتها"، الجندي للطباعة والنشر، سوريا، الطبعة 03، 2006، ص: 23.

(4) - فليح حسن خليف، "البنوك الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص: 92.

وتقوم المصارف الإسلامية بتقديم خدماتها المصرفية والاستثمارية، طبقاً لأسلوب الوساطة المالية القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة أي "الغنم بالغرم"، حيث تُعد المشاركة القاعدة الأساسية التي تعتمد عليها المصارف الإسلامية في تعاملها مع عملائها، وهي ما يميّزها عن غيرها من المصارف حيث أخرجت العميل من دائرة المديونية إلى دائرة المشاركة.

وتؤدي المصارف الإسلامية دوراً هاماً في عملية إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وذلك من خلال:

- أ. يمكن للمصارف الإسلامية أن تؤدي دوراً هاماً في التعرّف على الفرص الاستثمارية، والتحقّق من جدواها والترويج لها بين رجال الأعمال والمستثمرين، ومباشرة تأسيس المشروعات وإدارتها، وذلك لغرض طرح أسهمها في السوق المالية الإسلامية من أجل توسيعها وزيادة حجمها⁽¹⁾؛
- ب. تقديم النصّح والمشورة للشركات والجهات التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية؛
- ج. القيام بعمليات الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، سواء كان الإصدار خاص بها أو أنّها تقوم بذلك بصفقتها وكيلاً عن الجهة المصدرة لها؛
- د. تؤدي دور الوساطة المالية في السوق، من خلال تقديم التسهيلات الضرورية لتداول الأوراق المالية الإسلامية بين البائعين والمستثمرين؛
- هـ. القيام بحفظ الأوراق المالية الإسلامية وإيداعها ورهنها للاستفادة من القروض الحسنة، وأيضاً تقوم بتحصيل أرباح الأوراق المالية الإسلامية نيابةً عن عملائها ووكالة عنهم، كما تقوم بدفع قيمة الأرباح المقرّرة على تلك الأوراق نيابةً عن الشركات المصدرة لها⁽²⁾.
- و. تكوين إدارة محفظة الأوراق المالية الإسلامية سواء لصالحها أو لصالح الغير، وتشتمل على تلك الأوراق التي يتوافق إصدارها وتداولها مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ينبغي أن تكون متنوّعة من حيث النوع وجهة الإصدار، وتتفاوت من حيث العائد والسيولة وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق.. الخ⁽³⁾.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 638.

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

(3) - عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 152.

ز. إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية، التي تظهر أهميتها في السوق المالية الإسلامية من خلال ما تقوم به من عملية ربط المدخرات الوطنية بالأسواق المالية، وتشجيع وتمكين صغار المدّخرين من الاستثمار في الأوراق المالية الإسلامية بسهولة وكفاءة⁽¹⁾.

ح. تسوية صفقات تداول الأسهم والصكوك الإسلامية، من خلال تصفية المركز المالي للبائع والمشتري، وهذا يتطلب وسائل دفع متطورة وخبرة من قبل موظفي المصرف لكيفية تداول الأسهم وإتمام الصفقات.

ثانياً: الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي

تعتبر كل من الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامية من أهم مكونات السوق المالية الإسلامية، وبدونها تفقد هذه السوق سبباً رئيسياً من أسباب وجودها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - الشركات المساهمة العامة: تُعرف بأنّها: "الشركة التي يقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولا يكون كل شريك فيها مسؤولاً إلاّ بقدر حصته في رأس المال، ولا تعنون باسم أحد الشركاء"⁽²⁾. وينبغي لهذه الشركات وحتى تكون الأوراق التي تصدرها قابلة للتداول في السوق المالية الإسلامية، أن تكون ذات أغراض مشروعة وموضوع نشاطها حلال، بالإضافة إلى خلو تعاملها من أي محظور شرعي: كالربا والغرر والغش ... إلخ⁽³⁾.

وتُعد الشركات المساهمة العامة، سواء كانت صناعية أو زراعية أو تجارية أو خدمية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص وخاصة الأسهم والصكوك الإسلامية التي تصدرها، تُعد المادة الأساسية للسوق المالية الإسلامية، والتي تلجأ إليها الشركات المساهمة من خلال إصدار أوراق مالية إسلامية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة، لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل، بالإضافة إلى أنّه يمكنها توظيف فوائضها المالية في توظيفات تُدر عليها أرباحاً قد تفوق الأرباح التي تحققها من نشاطها العادي، كالتجارة في بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في هذه السوق⁽⁴⁾.

(1) - سليم عبد الرحمن، "مبادئ الاستثمار"، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص: 448.

(2) - أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة، لبنان، 2004، ص: 51.

(3) - علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 517.

(4) - Alain Broderie, "Les places financières internationales", Banque éditeur, Paris, 2001, p: 46.

2 - شركات الاستثمار الإسلامية: تُعرف شركات الاستثمار الإسلامية بأنّها: "شركات تتلقّى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية الإسلامية التي تناسب كل فئة، ويتحدّد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، وليس من حق المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معيّنة داخل التشكيلة، بل حقه يتمثّل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات تدل على ذلك⁽¹⁾، وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية الأدوات الرئيسية لشركات الاستثمار الإسلامية.

وتُعتبر شركات الاستثمار الإسلامية من المؤسسات المستقلة، التي تقوم بإدارة الأموال للغير وفق قيود قانونية وشروط تعاقدية مع المستثمرين أو تدير الاستثمارات لحسابها، وتقدّم هذه الشركات خدمات الاستثمار على نوعين:

- النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق الإسلامية المختلطة، وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من عدد كبير من المستثمرين؛

- النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصّة، ويقصد بها المحافظ الاستثمارية التي يملكها مستثمر واحد فقط وتدار من قبل إدارة محترفة⁽²⁾.

ومن أهم مزايا الاستثمار في أسهم صناديق وشركات الاستثمار الإسلامي، ما يلي:

- أ- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة:** وذلك في ظل عدم وجود الخبرة والمعرفة والوقت الكافي لدى بعض المستثمرين لإدارة الأدوات الاستثمارية، سيما وأنّ هذه الشركات تستخدم مستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين⁽³⁾، أي ملمّين بالجوانب المالية والفقهية في نفس الوقت.
- ب- القدرة على التنويع الكفؤ:** أي قدرة الشركة على تنويع التشكيلة التي يتكوّن منها صندوق الاستثمار الإسلامي، ممّا يؤدّي إلى زيادة العائد وتخفيض درجة المخاطر مقارنة بمقدرة المستثمر الواحد.

(1) - منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص: 95.

(2) - دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، اليازوري، الأردن، 2009، ص: 154.

(3) - منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص: 41.

ت- سهولة إدارة المحافظ الاستثمارية والمرونة الملائمة: حيث يُمنح للمستثمر الحق في تحويل أمواله من صندوق لآخر وذلك مقابل رسوم ضئيلة.

ث- تنشيط حركة سوق رأس المال الإسلامي: لا شك في أنّ الأدوات الاستثمارية الإسلامية ستُساهم في تنشيط حركة هذه السوق.

ثالثاً: شركات السمسرة وصنّاع السوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية شركات السمسرة وصنّاع السوق بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، من خلال ما يلي:

1 - شركات السمسرة والخدمات المالية: تقوم بدور حيوي ومهم في السوق المالية، حيث لا يستطيع المستثمر عقد عمليات بيع أو شراء للأوراق المالية الإسلامية إلاّ من خلال شركة السمسرة. وشركات السمسرة هي الشركات التي تقوم بأعمال الوساطة بين البائع والمشتري في السوق المالية الإسلامية، من خلال تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية وغيرها، في ضوء الأوامر الواردة لهم من العملاء وطبقاً للقوانين والتعليمات المنظّمة لذلك نظير عمولة يتم الاتفاق عليها⁽¹⁾.

وبالإضافة إلى وظيفة تنفيذ أوامر العملاء بالنيابة عنهم، فإنّ شركات السمسرة تقوم بوظائف ونشاطات أخرى:

- أ. إجراء البحوث والدراسات والتحليلات للوضع المالي للشركات المدرجة في السوق المالي؛
- ب. تقديم النصيحة والمشورة للمتعاملين حول كيفية استثمار أموالهم؛
- ج. إدارة محافظ الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

وما يؤكّد أهمية هذه الشركات، ما جاء في فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص: "يجوز للجهات الرسمية المختصة أن تنظّم تداول بعض الأسهم، بأن لا يتم إلاّ بواسطة سمسرة مخصّصين ومرخصين بذلك العمل، لأنّ هذا من التصرفات الرسمية المحققة لمصالح مشروعة، ويجوز اشتراط رسوم لعضوية المتعامل في الأسواق المالية، لأنّ هذا من الأمور التنظيمية المنوطة بتحقيق المصالح المشروعة".

(1) - حسين حسين شحاته وعصام أبو النصر، "الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية"، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة، ص: 08.

(2) - محفوظ جبار، "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء: 03، دار هومة، الجزائر، 2002، ص: 07.

2 - صنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية: صنّاع السوق هم عبارة عن منشآت أو مؤسسات مالية قوية، تقف دائماً على أهبة الاستعداد لشراء أو بيع أوراق مالية لحسابها الخاص، متحمّلة المخاطر المالية لمثل تلك الصفقات⁽¹⁾.

وصنّاع السوق لا يسعون لتحقيق الأرباح بل يحققونه من خلال القيام بمهمّتهم، والكثير من شركات السّمسرة تقوم بمهمّة صناعة السوق، فقد تمتلك هذه الشركات أسهمًا في مئات الشركات، أو قد لا تقوم بصناعة السوق إلّا لعددٍ ضئيل من الأسهم، وهي جميعاً على استعداد لبيع وشراء تلك الأسهم. ولصنّاع السوق دور مهم في الحفاظ على استقرار الأسواق المالية، حيث يقومون بشراء أسهم معيّنة عندما تنخفض الأسعار دون قيمتها العادلة، وبيع الأسهم عندما ترتفع فوق قيمتها العادلة⁽²⁾.

وبالتّالي وفي وجود صنّاع السّوق فإنّ السّوق الثانوية تحتفظ دائماً بحالة من التوازن بين العرض والطلب، من خلال دخولهم كطرف بائع عند إقبال المستثمرين على الشراء، وكطرفٍ مشتريٍّ في حالة ازدياد عروض البيع⁽³⁾، وهو ما يخلق نوعاً من استمرارية التداول وتوفير السيولة اللازمة لطمأنة المتعاملين وتقليل مخاطرهم، بالإضافة للمحافظة على استقرار الأسواق وحجم التعامل.

رابعاً: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية

تمارس هذه الشركات أنشطة ضرورية لسوق الأوراق المالية الإسلامية ومحركة لها، وتعين السوق على أداء وظائفها على أكمل وجه، ومن أهم هذه المؤسسات ما يلي:

1 - شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، والعمل على جلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة⁽⁴⁾. ولا تقتصر مهمّة هذه الشركات على الترويج وتلقي اكتتاب الجمهور فحسب، بل تقوم أيضاً بتقييم الإصدار والدراسة الفنية لهيكل تمويل الشركة، وإدارة عملية التسويق واختيار وكلاء البيع

(1) - جيمس بي آر كبرو و رون شولتز، "الاكتتاب دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 475.

(2) - رمضان الشراح، "صنّاع السوق، التجربة الكويتية"، على هامش محاضرة لاتحاد الشركات الاستثمارية حول: "صنّاع السوق"، الكويت، 2006، ص: 05.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 657.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص: 109.

للجمهور⁽¹⁾. ولا شك في أنّ هذه النشاطات التي تقوم بها هذه الشركات تساهم في خلق السوق الثانوية، من خلال طرح الأوراق المالية الإسلامية التي تكتتب فيها في البورصة، كما تعمل أيضًا على تنشيط السوق الأولية من خلال الاكتتاب في الأوراق المالية وتسويقها وترويجها.

2 - شركات رأس المال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية، أو شركات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، بسبب اختلال هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الاستثمار أو ضعف التنظيم فيها⁽²⁾، وذلك بغرض تحسين فعالية تلك المشروعات وتعظيم عوائدها الاستثمارية بصورة تتناسب مع درجة المخاطر التي تتعرض لها، بالإضافة إلى قيامها بتقديم الخدمات الفنية والإدارية للشركات التي تصدر أوراق مالية إسلامية.

3 - شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية: هي شركات يتمثل نشاطها الأساسي في تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء سواء كانوا أفراد أو شركات أو مصارف، كما تقوم أيضًا بتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية للمستثمرين ومتابعة تطوّر تلك الأوراق، فقد تباعها إما لغرض تحقيق الأرباح أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية، أو قد تحتفظ بها لتحسين الفرصة المناسبة للتصرف فيها⁽³⁾.

4 - شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: يُعتبر وجود مثل هذه المؤسسات من الضرورات الأساسية للسوق المالية الإسلامية، وذلك لضرورة وجود جهة مختصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في نفس الوقت عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة⁽⁴⁾.

فمنظراً لانتساع تعاملات السوق المالية الإسلامية وتعدد المؤسسات والأدوات المالية المتداولة فيها، كان لزاماً استحداث مؤسسة تتولّى إجراءات التسوية عن طريق المقاصة بين تلك المؤسسات، وينتهي الأمر بإلغاء الأسهم والاكتفاء بشهادة ملكية للأسهم يتم تداولها إضافةً وخصماً من خلال شركة المقاصة، باعتبار أنّها الجهة التي ستحتفظ بالأوراق المالية مركزياً⁽⁵⁾.

(1) - زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، مصر، 1994، ص: 200.

(2) - حسين حسين شحاته وعطية فياض، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - المرجع السابق، ص: 12.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 26.

(5) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 110.

ولا شك أنّ وجود مثل هذه المؤسسات يُعطي للمستثمر الشعور بالأمان والطمأنينة بأنّ تعاملاته المالية سوف تتم على نحو رسمي ومأمون.

خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني

يمكن توضيح أهمية هذه الشركات بالنسبة للسوق المالية الإسلامية، كما يلي:

1 - شركات التأمين التكافلي على الاستثمارات: يُعرف التأمين التكافلي بأنه: "تعاون بين مجموعة من الأشخاص يُسمّون (هيئة المشتركين)، يتعرّضون لخطرٍ أو أخطارٍ معيّنة⁽¹⁾، من أجل تفتيت المخاطر فيما بينهم وتحملهم جميعاً آثاره على أساس التبرّع والالتزام بالشرع⁽²⁾.

أما شركات التأمين التكافلي فهي التي أسّسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين، واستثمار ما زاد من أموال المشتركين بنسبة من الربح أو بأجر⁽³⁾.

وقد بيّنت تجربة الأسواق المالية التقليدية المعاصرة أنّ وجود شركات التأمين على الاستثمار كان لغرض حماية أموال المستثمرين في الأوراق المالية، ولذلك فإنّ شركات التأمين التكافلي تعتبر من عوامل الجذب الأساسية للأفراد العاديين للاشتراك في السوق المالية الإسلامية⁽⁴⁾.

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

(1) - شعبان محمد 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، ص: 04.

(2) - علي محي الدين القرة 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، ص: 11.

(3) - عجيل جاسم النشمي، "الفائض وتوزيعه في شركات التأمين الإسلامي"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر التاسع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2010، ص: 04.

(4) - نضال الشعار، مرجع سابق، ص: 27.

(5) - عبد الستار أبو غدة، "تصنيف المصارف الإسلامية ومعايير الجودة الشاملة"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2004، ص: 03.

وشركات التصنيف الائتماني: "هي شركات تعمل وفق ميثاق شرف خاص ورقابة، وتقوم بإصدار تصنيف (مقياس حرفي للجدارة الائتمانية)، يعبر عن رأيها بالملاءة المالية للشركات، وإصداراتها من الأوراق المالية ومدى قدرتها على سداد التزاماتها المالية في مواعيد الاستحقاق"⁽¹⁾.
وتقوم وكالات التصنيف الائتماني بدور مهم وحيوي في الأسواق المالية الحديثة، ولها دور أساسي في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، من خلال تقديم النشرات التحليلية وإتاحة المعلومات المالية عن الأوراق المالية.

وبسبب الأهمية البالغة لوكالات التصنيف الائتماني لآلية عمل الأسواق المالية، بادرت بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية إلى إنشاء الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف، وذلك للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك، للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها، لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان، بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والمصارف والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم⁽²⁾.

سادساً: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية هذه المؤسسات كما يلي:

- 1 - **الهيئة العامة لسوق المال:** إن وجود مثل هذه الهيئة أمرٌ في غاية الأهمية، إذ أنه من غير الممكن تسيير عمل الأسواق المالية بدون هيئة تتولى مهمات الرقابة والتنظيم والتشريع والإشراف وتحديث وتطوير هذه الأسواق، بالإضافة إلى أنها تمثل المرجعية الأساسية للمستثمر، من خلال ما توفره من حماية ورعاية لحقوق المستثمرين وجميع المشاركين في السوق⁽³⁾. ومن أهم وظائف هذه الهيئة:
- وضع القواعد والإجراءات التنظيمية اللازمة لتنظيم التعامل بالسوق المالية؛
- تمثل الجهة الرقابية التي تتولى متابعة مدى التزام الجهات المختلفة بتنفيذ الإجراءات المنصوص عليها⁽⁴⁾.

(1) - أماني بورسلي، "التصنيف الائتماني وعلاقته باتفاقية بازل 2"، منشورات شركة كاييتال ستوندارز، الكويت، ص: 01.

(2) - سامر مظهر فنتقجي، "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، ص: 38، متوفرة على: www.Kantakji.Org

(3) - نضال السيد، مرجع سابق، ص: 24.

(4) - سعد عبد الحميد مطاوع، "إدارة الأسواق والمؤسسات المالية"، جامعة المنصورة، مصر، 2007، ص: 481.

- وضع قواعد وقوانين الإفصاح والشفافية المالية وغير المالية الملزمة للشركات؛
 - الإشراف على إنشاء مؤسسات سوق الأوراق المالية واختيار فريق الإدارة المؤهل لتسيير أمورهما؛
 - مراقبة أنشطة البورصات، وبيت المقاصة والإيداع المركزي؛
 - الإشراف على إدراج الشركات المساهمة العامة وتنظيم عمل بيوت السمسرة والاستثمار؛
 - وضع القواعد اللازمة لمنع كل أشكال التلاعبات المختلفة⁽¹⁾.
 - الأعضاء والوسطاء من حيث شروط قبولهم وبيان أعمالهم وحقوقهم، ودور الأجهزة والمؤسسات المساعدة كصناع السوق ومصارف الاستثمار والمصارف والمؤسسات الأخرى؛
 - الإجراءات التأديبية للأعضاء والوسطاء وملتزمي السوق وسائر المتعاملين فيه؛
 - شروط قبول الأوراق المالية التي يجوز التعامل بها في السوق وتنظيم التعامل بها وتسجيلها وإعلان الأسعار... إلخ؛
 - عقد الصفقات وأنظمة التسوية والتقصص إلى غير ذلك من إجراءات تنظيم العمل بالسوق من حيث التعامل وشكل العمليات⁽²⁾.
- ومن خلال إصدار هذا القانون ولوائحه المختلفة، يمكن إقامة سوق مالية على أسس شرعية وعلمية سليمة، تحفظ حقوق المتعاملين بها وتساهم مساهمة واضحة في عملية التنمية الاقتصادية.
- ومن أجل تدعيم ومساندة الهيئة العامة لسوق المال، ينبغي أن تحتوي السوق المالية الإسلامية على هيئة للرقابة الشرعية، تخضع لسلطة الهيئة العامة وتكون تحت إشرافها وتلتزم بكافة القوانين والإجراءات التي لا تتعارض مع الشريعة والموضوعة من قبل الهيئة العامة، ويكون من مهامها الرقابة على كافة أدوات وأنشطة وتعاملات السوق المالية، للتأكد من مدى التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

2 - سوق الأوراق المالية الإسلامية: سوق الأوراق المالية الإسلامية هي السوق التي يتم فيها التقاء العرض والطلب للأوراق المالية الإسلامية، وبالتالي فهي الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية الإسلامية بين حامليها وبين الراغبين في شرائها.

(1) - فوزي مجاز، "الوظائف الاقتصادية لقطاع الأوراق المالية وعناصره"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "نظرة عامة حول قطاع الأوراق المالية ومكوناته التنظيمية"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 36.

(2) - سالم مفتاح القماطي، مرجع سابق، ص: 274.

تُعتبر السوق المالية الإسلامية من أهم مكوّنات النظام المالي الإسلامي الذي يمثّل المحور الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية خاصّةً في الدول الإسلامية، وهي سوقٌ تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها، وتحظى بأهمية كبيرة نظرًا لمزاياها العديدة ومنافعها الكثيرة، إذ أنّها تلبي حاجة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، وتؤدّي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ممّا يتيح لها العديد من الفرص الاستثمارية ويساعدها على التوسّع في استثماراتها المختلفة..

وقد تزايد الاهتمام بها كثيرًا في السنوات الأخيرة نظرًا للوظائف المهمّة التي يمكن أن تؤدّيها والأدوار المتعدّدة التي تقوم بها، إذ أنّها تعمل على تجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، لتقوم بإعادة توزيعها واستثمارها في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، كما أنّها تعتبر مؤشر لتحديد الأسعار وتقوم أداء الشركات الإسلامية، بالإضافة إلى أنّها تسمح بتنويع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول..

والجدير بالذكر أنّ السوق المالية الإسلامية تختص بخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، حيث أنّها تخضع لهيئة الرقابة الشرعية لضمان خلو جميع عملياتها من كافة المحظورات الشرعية، كما يتم فيها التعامل فقط بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث ينبغي للسوق المالية الإسلامية أن تلتزم بالضوابط الشرعية والأخلاقية، وتكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية ومتوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية، ولذلك يتوجّب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات اللاأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية.

وفي المقابل وحتى تتمكّن السوق المالية الإسلامية من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نُظّر لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسّسات لا تقوم إلّا بها، كما أنّ هناك العديد من المقوّمات والمتطلّبات والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى النحو الذي سطر لها.

الفصل الثاني : تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية

مع الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية

لَمَّا كانت السوق المالية الإسلامية هي المرآة التي تعكس الحالة الاقتصادية لدولة ما، كان من الضروري تنظيمها بقوانين ولوائح وقواعد تحكم إجراءات التعامل فيها، وتسهّل عمليات تبادل وتداول الأوراق المالية الإسلامية فيها، وذلك حتى لا تتعرّض للمقامرات والمضاربات التي تؤدّي إلى الانحراف بالمدخرات عن الاستثمار في المشروعات التي تحتاجها التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية.

ولتوضيح تنظيم وكيفية عمل السوق المالية الإسلامية، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول : التّظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية؛
- المبحث الثاني : إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية؛
- المبحث الثالث : التجارب العملية لإنشاء سوق مالية إسلامية.

المبحث الأول : التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية

يُقصد بالتنظيم الإداري للسوق المالية، مختلف التنظيمات التي تتولّى إصدار القرارات والقواعد واللوائح وتنظيم العمل، وكل ما من شأنه أن يكفل للسوق المالية الإسلامية الاستمرارية والانضباط وسير المعاملات بسهولة ويسر.

ويمكن توضيح هذا التنظيم من خلال التطرّق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : إدارة السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثاني : أعضاء السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثالث : الرقابة على السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية

يتولى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة يمكن توضيحها كما يلي:

- أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.

أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح مفهوم ومهام كل من الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية كما يلي:

1- الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية: تتكوّن من الأعضاء العاملين في السوق (السماسة)، والأعضاء المنضمين المتمثّلين في: البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق⁽¹⁾. وتختص الجمعية العامة للسوق بالمهام التالية:

- انتخاب مجلس إدارة السوق؛
 - الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام؛
 - دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق⁽²⁾.
 - التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات⁽³⁾.
- 2- لجنة السوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة):** تتكوّن لجنة السوق المالية الإسلامية وكما هو معمول به في نظيرتها التقليدية من 17 عضو، يتم انتخابهم لمدة سنتين ويتوزعون على النحو التالي:
- تسعة أعضاء من السماسرة؛
 - خمسة من الأعضاء المنضمين؛

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

(2) - علي كنعان، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، مطبعة الروضة، دمشق، 2009، ص: 69.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

- ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص، وغالبًا ما يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية⁽¹⁾.

أ - اختصاصات لجنة السوق المالية الإسلامية: تختص هذه اللجنة بالمهام التالية:

- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتتمتع 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⁽²⁾؛
- 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 استيفائها للشروط المعلن عنها؛
- قبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق⁽³⁾.

ويتولى تنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها مكتب يتكون من: رئيس، نائب رئيس، أمين صندوق، ويتم اختيار الرئيس بعد انتخاب ثلاثة من أعضاء اللجنة ليختار الوزير أحدهم رئيسًا، أما باقي أعضاء المكتب فيتم اختيارهم من قبل اللجنة⁽⁴⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ القرارات تصدر بأغلبية الأصوات، فإذا تساوت الأصوات يتم ترجيح الطرف الذي منه الرئيس.

ب- تجارب بعض الأسواق المالية العربية في تكوين مجلس الإدارة: يمكن في هذا الصدد عرض تجارب أهم الأسواق المالية العربية كما يلي:

ب- 1- السوق المالية السعودية: يُدير السوق المالية السعودية مجلس إدارة يتكوّن من تسعة أعضاء، يختارون من بينهم رئيسًا للمجلس ونائبًا له، وتكون العضوية كما يلي:

(1) - مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، سوريا، 2009، ص: 89.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 315.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 90.

- ممثل وزارة المالية؛
 - ممثل وزارة التجارة والصناعة؛
 - ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
 - أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
 - عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- وتكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويعين مجلس إدارة السوق مديرًا تنفيذيًا له، ويحضر على هذا المدير أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة وساطة في السوق⁽¹⁾.

يقترح مجلس إدارة السوق اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، بما في ذلك:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية؛
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة، والضمانات المالية المطلوبة منها؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق؛
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم، وأعضاء مجلس الإدارة وموظفي السوق، وتشمل أيضًا الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق المخالفين؛
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم؛
- شروط ومتطلبات عضوية السوق؛
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها؛
- أي قواعد وتعليمات أخرى يرى السوق ضرورتها لحماية المستثمرين⁽²⁾.

ب- 2- سوق البحرين للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة، ويتم تشكيل إدارة السوق كما يلي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس المجلس؛

(1) - هيئة السوق المالية، "نظام السوق المالية"، المملكة العربية السعودية، ص: 16، متوفر على الرابط التالي: www.cma.org.sa

(2) - المرجع السابق، ص: 18.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين؛
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة؛
 - عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس مجلس الإدارة.
- ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق، والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية، وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين وأسهم الشركات، والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق.

ب- 3- سوق الكويت للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق الكويت للأوراق المالية لجنة تكوّن من أحد عشر عضوًا، يمثلون الجهات التالية:

- وزير التجارة والصناعة ويكون رئيسا للجنة؛
 - مدير السوق ويكون نائباً للرئيس؛
 - ممثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - ممثل بنك الكويت المركزي؛
 - ممثلين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- وتقوم لجنة السوق بممارسة المهام التالية:**

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو العمليات المشكوك في سلامتها طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية؛
- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى؛
- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدّد حسن سير العمل وانتظامه.

ثانيًا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية

تقوم لجنة السوق فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وتتكوّن كل لجنة من هذه اللجان من ثلاث أعضاء كحد أدنى، بشرط أن يكون رئيس اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق⁽¹⁾، ومن أهم هذه اللجان:

1 - لجنة التأديب: تختص هذه اللجنة بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها، وكذلك بالنظر في مختلف المسائل التي تمس حسن سير العمل واستتباب النظام في السوق، وذلك بناءً على الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب⁽²⁾.

2 - لجنة التحكيم: تختص هذه اللجنة بالفصل في الخلافات والمنازعات التي تحدث بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بينهم وبين عملائهم، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات⁽³⁾.

3 - لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق، حيث تقوم بما يلي:

- تراقب هذه اللجنة صحّة تنفيذ القرارات واللوائح والقوانين؛
- تراقب نشاط التداول في القاعة وتعمل على ضمان حسن سير العمل فيها؛
- التأكد من مدى التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم؛
- التأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسليم والتسليم؛
- تملك اللجنة سلطات معينة لضبط النظام، كإخراج المخل بالنظام أو فرض غرامة أو إحالة المخالف إلى لجنة التأديب أو إلى اللجنة العليا للسوق، لاتخاذ العقوبات والإجراءات اللازمة⁽⁴⁾.

4 - لجنة التسعيرة: تقوم هذه اللجنة بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة، فمن خلاله يُعلن عن الأسعار التي تمّ بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالسوق، ويتضمّن هذا الجدول عادة المعلومات التالية:

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(2) - المرجع السابق، ص: 86.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 325.

- أنواع الأوراق المالية المتداولة؛
- حجم الأوراق المالية المتداولة؛
- الأسعار التي يتم التداول بها؛
- أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق⁽¹⁾.

وعليه، فإنّ هذه اللّجنة تقوم بمراجعة الحركة اليومية للعمليات وتقلبات الأسعار المدوّنة، ومن مهامها أيضاً إلغاء كل عملية تُعقد على خلاف ما تقتضي به اللائحة، كما يمكنها رفض إجراء العمليات التي يكون هدفها إفساد الأسعار وإلغاء جميع العمليات المشتبه فيها ورفض قيدها في الجدول⁽²⁾.

5 - لجنة قيد الأوراق المالية: تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول أو رفض طلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول الأسعار، وذلك وفق ما تقتضيه المعايير والشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للسوق، كما يمكن لهذه اللجنة أن تقوم أيضاً بشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار، وذلك إذا انطبق عليها شرط من الشروط التي تُوجب ذلك⁽³⁾.

6 - لجنة قبول السماسرة: تتضمن قوانين ولوائح السّوق المالية الإسلامية أدق الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة، وعليه تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق⁽⁴⁾.

7 - لجنة المقاصة: من خلال هذه اللّجنة يتم تسوية مختلف المعاملات التي تتم بين البائعين والمشتريين أو بين الدائنين والمدينين، ويكون ذلك وفق قواعد ونماذج معيّنة ومعتمدة، وذلك تسهيلاً لإجراءات التعامل في السوق واحتياطاً ضد الخلافات المتوقعة⁽⁵⁾.

وبالإضافة إلى هذه اللّجان، فإنّ السوق المالية الإسلامية تضم مكاتب ووحدات وأجهزة أخرى، وذلك لغرض تسهيل وتطوير وحماية التعامل، مثل: وحدات البحوث والدراسات الاقتصادية، اللّجان المالية، لجان الإعلام والمعلومات .. إلخ.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع السابق، ص: 322.

(2) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 87.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 324.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 326.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية

يتولّى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة يمكن توضيحها كما يلي:

- أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.

أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح مفهوم ومهام كل من الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية كما يلي:

1- الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية: تتكوّن من الأعضاء العاملين في السوق (السماسة)، والأعضاء المنضمين المتمثّلين في: البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق⁽¹⁾.
وتختص الجمعية العامة للسوق بالمهام التالية:

- انتخاب مجلس إدارة السوق؛
 - الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام؛
 - دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق⁽²⁾.
 - التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات⁽³⁾.
- 2- لجنة السوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة):** تتكوّن لجنة السوق المالية الإسلامية وكما هو معمول به في نظيرتها التقليدية من 17 عضو، يتم انتخابهم لمدة سنتين ويتوزعون على النحو التالي:
- تسعة أعضاء من السماسة؛
 - خمسة من الأعضاء المنضمين؛

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

(2) - علي كنعان، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، مطبعة الروضة، دمشق، 2009، ص: 69.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

- ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص، وغالبًا ما يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية⁽¹⁾.

أ - اختصاصات لجنة السوق المالية الإسلامية: تختص هذه اللجنة بالمهام التالية:

- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتتمتع 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⁽²⁾؛
- 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 استيفائها للشروط المعلن عنها؛
- قبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق⁽³⁾.

ويتولى تنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها مكتب يتكون من: رئيس، نائب رئيس، أمين صندوق، ويتم اختيار الرئيس بعد انتخاب ثلاثة من أعضاء اللجنة ليختار الوزير أحدهم رئيسًا، أما باقي أعضاء المكتب فيتم اختيارهم من قبل اللجنة⁽⁴⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ القرارات تصدر بأغلبية الأصوات، فإذا تساوت الأصوات يتم ترجيح الطرف الذي منه الرئيس.

ب- تجارب بعض الأسواق المالية العربية في تكوين مجلس الإدارة: يمكن في هذا الصدد عرض تجارب أهم الأسواق المالية العربية كما يلي:

ب- 1- السوق المالية السعودية: يُدير السوق المالية السعودية مجلس إدارة يتكوّن من تسعة أعضاء، يختارون من بينهم رئيسًا للمجلس ونائبًا له، وتكون العضوية كما يلي:

(1) - مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، سوريا، 2009، ص: 89.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 315.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 90.

- ممثل وزارة المالية؛
 - ممثل وزارة التجارة والصناعة؛
 - ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
 - أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
 - عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- وتكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويعين مجلس إدارة السوق مديرًا تنفيذيًا له، ويحضر على هذا المدير أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة وساطة في السوق⁽¹⁾.

يقترح مجلس إدارة السوق اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، بما في ذلك:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية؛
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة، والضمانات المالية المطلوبة منها؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق؛
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم، وأعضاء مجلس الإدارة وموظفي السوق، وتشمل أيضًا الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق المخالفين؛
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم؛
- شروط ومتطلبات عضوية السوق؛
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها؛
- أي قواعد وتعليمات أخرى يرى السوق ضرورتها لحماية المستثمرين⁽²⁾.

ب- 2- سوق البحرين للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة، ويتم تشكيل إدارة السوق كما يلي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس المجلس؛

-www.cma.org.sa

(1) - هيئة السوق المالية، "نظام السوق المالية"، المملكة العربية السعودية، ص: 16، متوفر على الرابط التالي:

(2) - المرجع السابق، ص: 18.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين؛
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة؛
 - عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس مجلس الإدارة.
- ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق، والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية، وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين وأسهم الشركات، والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق.

ب- 3- سوق الكويت للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق الكويت للأوراق المالية لجنة تكوّن من أحد عشر عضوًا، يمثلون الجهات التالية:

- وزير التجارة والصناعة ويكون رئيسا للجنة؛
 - مدير السوق ويكون نائباً للرئيس؛
 - ممثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - ممثل بنك الكويت المركزي؛
 - ممثلين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- وتقوم لجنة السوق بممارسة المهام التالية:**

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو العمليات المشكوك في سلامتها طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية؛
- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى؛
- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدّد حسن سير العمل وانتظامه.

ثانيًا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية

تقوم لجنة السوق فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وتتكوّن كل لجنة من هذه اللجان من ثلاث أعضاء كحد أدنى، بشرط أن يكون رئيس اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق⁽¹⁾، ومن أهم هذه اللجان:

1 - لجنة التأديب: تختص هذه اللجنة بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها، وكذلك بالنظر في مختلف المسائل التي تمس حسن سير العمل واستتباب النظام في السوق، وذلك بناءً على الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب⁽²⁾.

2 - لجنة التحكيم: تختص هذه اللجنة بالفصل في الخلافات والمنازعات التي تحدث بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بينهم وبين عملائهم، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات⁽³⁾.

3 - لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق، حيث تقوم بما يلي:

- تراقب هذه اللجنة صحّة تنفيذ القرارات واللوائح والقوانين؛
- تراقب نشاط التداول في القاعة وتعمل على ضمان حسن سير العمل فيها؛
- التأكد من مدى التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم؛
- التأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسليم والتسليم؛
- تملك اللجنة سلطات معينة لضبط النظام، كإخراج المخل بالنظام أو فرض غرامة أو إحالة المخالف إلى لجنة التأديب أو إلى اللجنة العليا للسوق، لاتخاذ العقوبات والإجراءات اللازمة⁽⁴⁾.

4 - لجنة التسعيرة: تقوم هذه اللجنة بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة، فمن خلاله يُعلن عن الأسعار التي تمّ بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالسوق، ويتضمّن هذا الجدول عادة المعلومات التالية:

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(2) - المرجع السابق، ص: 86.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 325.

- أنواع الأوراق المالية المتداولة؛
- حجم الأوراق المالية المتداولة؛
- الأسعار التي يتم التداول بها؛
- أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق⁽¹⁾.

وعليه، فإنّ هذه اللّجنة تقوم بمراجعة الحركة اليومية للعمليات وتقلبات الأسعار المدوّنة، ومن مهامها أيضاً إلغاء كل عملية تُعقد على خلاف ما تقضي به اللائحة، كما يمكنها رفض إجراء العمليات التي يكون هدفها إفساد الأسعار وإلغاء جميع العمليات المشتبه فيها ورفض قيدها في الجدول⁽²⁾.

5 - لجنة قيد الأوراق المالية: تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول أو رفض طلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول الأسعار، وذلك وفق ما تقتضيه المعايير والشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للسوق، كما يمكن لهذه اللجنة أن تقوم أيضاً بشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار، وذلك إذا انطبق عليها شرط من الشروط التي تُوجب ذلك⁽³⁾.

6 - لجنة قبول السماسرة: تتضمن قوانين ولوائح السّوق المالية الإسلامية أدق الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة، وعليه تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق⁽⁴⁾.

7 - لجنة المقاصة: من خلال هذه اللّجنة يتم تسوية مختلف المعاملات التي تتم بين البائعين والمشتريين أو بين الدائنين والمدينين، ويكون ذلك وفق قواعد ونماذج معيّنة ومعتمدة، وذلك تسهيلاً لإجراءات التعامل في السوق واحتياطاً ضد الخلافات المتوقعة⁽⁵⁾.

وبالإضافة إلى هذه اللّجان، فإنّ السوق المالية الإسلامية تضم مكاتب ووحدات وأجهزة أخرى، وذلك لغرض تسهيل وتطوير وحماية التعامل، مثل: وحدات البحوث والدراسات الاقتصادية، اللّجان المالية، لجان الإعلام والمعلومات .. إلخ.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع السابق، ص: 322.

(2) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 87.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 324.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 326.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية

يتولى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة يمكن توضيحها كما يلي:

- أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية؛
- ثانياً : اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.

أولاً : الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية

يمكن توضيح مفهوم ومهام كل من الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية كما يلي:

1- الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية: تتكوّن من الأعضاء العاملين في السوق (السماسة)، والأعضاء المنضمين المتمثّلين في: البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق⁽¹⁾. وتختص الجمعية العامة للسوق بالمهام التالية:

- انتخاب مجلس إدارة السوق؛
 - الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام؛
 - دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق⁽²⁾.
 - التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات⁽³⁾.
- 2- لجنة السوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة):** تتكوّن لجنة السوق المالية الإسلامية وكما هو معمول به في نظيرتها التقليدية من 17 عضو، يتم انتخابهم لمدة سنتين ويتوزعون على النحو التالي:
- تسعة أعضاء من السماسرة؛
 - خمسة من الأعضاء المنضمين؛

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

(2) - علي كنعان، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، مطبعة الروضة، دمشق، 2009، ص: 69.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 84.

- ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص، وغالبًا ما يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية⁽¹⁾.

أ - اختصاصات لجنة السوق المالية الإسلامية: تختص هذه اللجنة بالمهام التالية:

- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتتمتع 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⁽²⁾؛
- 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 استيفائها للشروط المعلن عنها؛
- قبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق⁽³⁾.

ويتولى تنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها مكتب يتكون من: رئيس، نائب رئيس، أمين صندوق، ويتم اختيار الرئيس بعد انتخاب ثلاثة من أعضاء اللجنة ليختار الوزير أحدهم رئيسًا، أما باقي أعضاء المكتب فيتم اختيارهم من قبل اللجنة⁽⁴⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنّ القرارات تصدر بأغلبية الأصوات، فإذا تساوت الأصوات يتم ترجيح الطرف الذي منه الرئيس.

ب- تجارب بعض الأسواق المالية العربية في تكوين مجلس الإدارة: يمكن في هذا الصدد عرض تجارب أهم الأسواق المالية العربية كما يلي:

ب- 1- السوق المالية السعودية: يُدير السوق المالية السعودية مجلس إدارة يتكوّن من تسعة أعضاء، يختارون من بينهم رئيسًا للمجلس ونائبًا له، وتكون العضوية كما يلي:

(1) - مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، سوريا، 2009، ص: 89.

(2) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 315.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(4) - مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص: 90.

- ممثل وزارة المالية؛
 - ممثل وزارة التجارة والصناعة؛
 - ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
 - أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
 - عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
- وتكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويعين مجلس إدارة السوق مديرًا تنفيذيًا له، ويحضر على هذا المدير أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة وساطة في السوق⁽¹⁾.

يقترح مجلس إدارة السوق اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق، بما في ذلك:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية؛
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة، والضمانات المالية المطلوبة منها؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق؛
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق وموظفيهم، وأعضاء مجلس الإدارة وموظفي السوق، وتشمل أيضًا الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق المخالفين؛
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق وبين الأعضاء وعملائهم؛
- شروط ومتطلبات عضوية السوق؛
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها؛
- أي قواعد وتعليمات أخرى يرى السوق ضرورتها لحماية المستثمرين⁽²⁾.

ب- 2- سوق البحرين للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة والزراعة، ويتم تشكيل إدارة السوق كما يلي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائب لرئيس المجلس؛

(1) - هيئة السوق المالية، "نظام السوق المالية"، المملكة العربية السعودية، ص: 16، متوفر على الرابط التالي: www.cma.org.sa

(2) - المرجع السابق، ص: 18.

- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين؛
 - ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة البحرينية من ذوي الخبرة والكفاءة؛
 - عضوان من البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهما رئيس مجلس الإدارة.
- ويقوم المجلس بوضع السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق، والقواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية، وتحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين وأسهم الشركات، والنظر في طلبات قيد الوسطاء وصانعي السوق.

ب- 3- سوق الكويت للأوراق المالية: يقوم بإدارة سوق الكويت للأوراق المالية لجنة تكوّن من أحد عشر عضوًا، يمثلون الجهات التالية:

- وزير التجارة والصناعة ويكون رئيسا للجنة؛
 - مدير السوق ويكون نائباً للرئيس؛
 - ممثل وزارة المالية والاقتصاد؛
 - ممثل بنك الكويت المركزي؛
 - ممثلين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد؛
 - أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- وتقوم لجنة السوق بممارسة المهام التالية:**

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات اللازمة نحو العمليات المشكوك في سلامتها طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية؛
- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى؛
- وقف العمل مؤقتاً في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

ثانيًا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية

تقوم لجنة السوق فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وتتكوّن كل لجنة من هذه اللجان من ثلاث أعضاء كحد أدنى، بشرط أن يكون رئيس اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق⁽¹⁾، ومن أهم هذه اللجان:

1 - لجنة التأديب: تختص هذه اللجنة بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها، وكذلك بالنظر في مختلف المسائل التي تمس حسن سير العمل واستتباب النظام في السوق، وذلك بناءً على الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب⁽²⁾.

2 - لجنة التحكيم: تختص هذه اللجنة بالفصل في الخلافات والمنازعات التي تحدث بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بينهم وبين عملائهم، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات⁽³⁾.

3 - لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة بمراقبة أعمال السوق، حيث تقوم بما يلي:

- تراقب هذه اللجنة صحّة تنفيذ القرارات واللوائح والقوانين؛
- تراقب نشاط التداول في القاعة وتعمل على ضمان حسن سير العمل فيها؛
- التأكد من مدى التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم؛
- التأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسليم والتسليم؛
- تملك اللجنة سلطات معينة لضبط النظام، كإخراج المخل بالنظام أو فرض غرامة أو إحالة المخالف إلى لجنة التأديب أو إلى اللجنة العليا للسوق، لاتخاذ العقوبات والإجراءات اللازمة⁽⁴⁾.

4 - لجنة التسعيرة: تقوم هذه اللجنة بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة، فمن خلاله يُعلن عن الأسعار التي تمّ بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة بالسوق، ويتضمّن هذا الجدول عادة المعلومات التالية:

(1) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

(2) - المرجع السابق، ص: 86.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(4) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 325.

- أنواع الأوراق المالية المتداولة؛
- حجم الأوراق المالية المتداولة؛
- الأسعار التي يتم التداول بها؛
- أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق⁽¹⁾.

وعليه، فإنّ هذه اللّجنة تقوم بمراجعة الحركة اليومية للعمليات وتقلبات الأسعار المدوّنة، ومن مهامها أيضاً إلغاء كل عملية تُعقد على خلاف ما تقضي به اللائحة، كما يمكنها رفض إجراء العمليات التي يكون هدفها إفساد الأسعار وإلغاء جميع العمليات المشتبه فيها ورفض قيدها في الجدول⁽²⁾.

5 - لجنة قيد الأوراق المالية: تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول أو رفض طلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول الأسعار، وذلك وفق ما تقتضيه المعايير والشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للسوق، كما يمكن لهذه اللجنة أن تقوم أيضاً بشطب الأوراق المالية من جدول الأسعار، وذلك إذا انطبق عليها شرط من الشروط التي تُوجب ذلك⁽³⁾.

6 - لجنة قبول السماسرة: تتضمن قوانين ولوائح السّوق المالية الإسلامية أدق الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة، وعليه تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول السماسرة وفقاً للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق⁽⁴⁾.

7 - لجنة المقاصة: من خلال هذه اللّجنة يتم تسوية مختلف المعاملات التي تتم بين البائعين والمشتريين أو بين الدائنين والمدينين، ويكون ذلك وفق قواعد ونماذج معيّنة ومعتمدة، وذلك تسهياً لإجراءات التعامل في السوق واحتياطاً ضد الخلافات المتوقعة⁽⁵⁾.

وبالإضافة إلى هذه اللّجان، فإنّ السوق المالية الإسلامية تضم مكاتب ووحدات وأجهزة أخرى، وذلك لغرض تسهيل وتطوير وحماية التعامل، مثل: وحدات البحوث والدراسات الاقتصادية، اللّجان المالية، لجان الإعلام والمعلومات .. إلخ.

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع السابق، ص: 322.

(2) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 87.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 324.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 52.

(5) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 326.

المبحث الثاني:

إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية

يتناول هذا المبحث إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية، ابتداءً من عملية قيد الأوراق المالية الإسلامية وشروطها ومزاياها وإجراءاتها، مروراً بأوامر السوق المالية الإسلامية التي تُعتبر نقطة البدء في عمليات السوق المالية الإسلامية وأهم شروطها وأنواعها، ثم كيفية وطرق تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية.

وسيتم معالجة هذا المبحث من خلال التطرق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : قيد الأوراق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثاني : أوامر السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثالث: تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية

يُقصد بقيد الأوراق المالية، إدراجها في الجداول الخاصة لسوق الأوراق المالية، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تُصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق.

ويتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بناءً على طلب من الجهة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول قيد الأوراق أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق المالية وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.

وللوقوف أكثر على خطوات وإجراءات وفوائد هذه العملية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثانياً : شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثالثاً : إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.

أولاً: دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق

هناك العديد من المزايا والمنافع التي تدفع الشركات للدخول إلى السوق وقيد أوراقها المالية بها، ومن هذه المزايا:

1 - تحسين فعالية الشركة: ويتحقق ذلك من خلال العناصر التالية:

أ- الترويج والدعاية ونمو الشركة: إنّ قيام الشركات بقيد أوراقها المالية في السوق سيُتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها وعن نشاطاتها المختلفة، وذلك من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وكافة مطبوعات السوق، وهو ما يؤدي إلى زيادة المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطاتها من جمهور المستثمرين والمتعاملين⁽¹⁾، كما تُتاح لها أيضاً إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، فتتحسن بذلك صورة الشركة أمام عملائها ومورديها، حيث أنّ الانضمام إلى السوق المالية يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة الشركة⁽²⁾.

(1) - حمدي شحدة زعرب، "محاضرات في الأسواق المالية"، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006، ص: 27.

(2) - Maïr Fereres et Gérard Rivière, "L'introduction en bourse", Edition d'organisation, France, 1999, p:15.

ب- دعم الطاقات الداخلية للشركة: ويتحقق ذلك من خلال:

- تعبئة كل موظفي ومساهمي الشركة وإقناعهم بضرورة التسيير الجيد لموارد الشركة ونشاطاتها؛
- حيازة وسائل إعلام فعّالة بما تقتضيه عملية دخول الشركة في السوق، من خلال تحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصدقية وسرعة المعلومات، وهو ما يدفع بالشركة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر كفاءة وملائمة⁽¹⁾.

2 - زيادة فرص وإمكانيات التمويل الإضافي: يؤدي دخول الشركات إلى السوق المالية إلى تدعيم

أموالها الخاصة وتسهيل عملية زيادة رأس مالها دون اللجوء إلى التمويل الربوي والاستدانة، وهو ما يؤدي إلى مضاعفة إمكانيات تمويلها وحصولها على أفضل الشروط للتمويل⁽²⁾، ذلك أنّ السوق المالية تقدّم أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصّة بأسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة، وإفصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين بالاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات والحصول على الزيادات اللازمة التي تحتاجها لرؤوس أموالها لغرض تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية.

3 - توفير المعلومات الضرورية للشركات والمستثمرين:

أ- فبالنسبة للشركات يمكنها الاستفادة من المعلومات التي تقدمها السوق المالية حيث:

- يوفّر السوق المالي تقييماً دقيقاً للشركات المدرجة، لأنّ أداء هذه الشركات ينعكس مباشرة على سعر الورقة المالية المدرجة؛
- يمكن للشركات المدرجة أن تحصل على جميع المعلومات الحديثة والدقيقة الخاصّة بجميع التداولات التي تمت على أوراقها المالية في فترة زمنية وجيزة وعن أي فترة زمنية في العام.

ب- أمّا فيما يخص المستثمرين:

- توفّر السوق المعلومات اللازمة للمستثمرين والتي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة، نظراً لإمكانية حصولهم على المعلومات الحديثة والصحيحة عن الأوراق المالية المقيدة وعن الشركة المصدرة لها؛

(1) - Ibid, p:16.

(2) - Bertrand Jacquillat et bruno solnik, « L'introduction en bourse », Edition QUE SAIS-JE , 2^{ème} Edition, 1994, p: 10.

- إمكانية تحويل الأوراق المالية المقيدة إلى سيولة أو العكس وبسرعة، من خلال معرفة المستثمرين لأسعار الأوراق المالية المقيدة وبصورة مستمرة.

4 - تحسين الوضعية المالية للشركة: ويتم ذلك من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء الشركة في السوق، وعليه فإن الشركات المدرجة في السوق تكون أكثر فعالية من الشركات غير المدرجة، وذلك من حيث: القدرة على النمو، الشهرة، زيادة الأرباح، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأفضل⁽¹⁾.

بالإضافة إلى أن الأوراق المالية المقيدة في السوق تزيد من القوة التمويلية للشركة نظراً لمعرفة جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المقيدة.

5 - توسيع دائرة المساهمين وتنويع الخيارات للمستثمرين: يؤدي قيد الأوراق المالية إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع بين الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة اهتمامهم فيما يتعلق بالشركة من حيث نموها ونجاحها، وبالتالي زيادة المنافسة بين الشركات المدرجة على تحسين الأداء ورفع الأرباح. كما يساهم قيد الأوراق المالية أيضاً في مساعدة المستثمرين على تنويع وتوسيع قاعدة الاختيارات المتاحة لاستثمار مدخراتهم.

6 - التقييم العادل وتسهيل عمليات النمو الخارجي: حيث أنّ السوق توفر تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الأوراق المالية المقيدة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية لهذه الأوراق، كما أنّ الضوابط القانونية الشرعية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية، تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة⁽²⁾.

كما تسمح السوق المالية أيضاً للشركات المدرجة بتسهيل تمويل عدة عمليات، مثل: الاندماج والتملك، تسهيل تبادل الأوراق المالية المقيدة مع الأصول، بالإضافة إلى تحقيق إيرادات مالية معتبرة وذات تكلفة منخفضة.

ثانياً: شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق

يُقصد بشروط القيد والإدراج مجموعة المتطلبات التي تقوم الشركة بتحقيقها وتبليتها حتى تكون الأوراق المالية التي تصدرها قابلة ومؤهلة للتداول في السوق المالية، ولا شك في أنّ وضع شروط ومتطلبات

(1) - Mair Fereres et Gérard Rivière, op.cit, p:25.

(2) - حمدي شحدة زعرب، مرجع سابق، ص:27.

لقيد وإدراج الأوراق المالية، يُعد من بين الأمور الأساسية في أي سوق مالية أياً كانت ناشئة أو متقدمة، وذلك لما لها من أهمية كبيرة، تكمن في توفير المعلومات الضرورية والمنظمة عن الشركات المدرجة لعموم المستثمرين سواء عن أنشطتها أو خططها واستراتيجيتها، وهو ما يحفز المستثمرين ويساعدهم على التداول بأسلوب يتعد كثيراً عن المضاربة ويقترّب جدًّا من استخدام المعلومات المالية والأخبار المنشورة عن الشركة، ويمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق للعناصر التالية:

1 - المعلومات والبيانات اللازمة لقيد الأوراق المالية: تتفق معظم الأسواق على ضرورة توافر مجموعة من المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها لغرض عملية القيد، والتي يمكن أيضاً للسوق المالية الإسلامية أن تفرضها وتطبقها، ومنها⁽¹⁾:

أ- معلومات عامة عن الشركة المصدرة، من حيث: رأس المال، طبيعة رأس مال الشركة، وتشمل رأس المال المصرح به والمصدر، أنواع وعدد الأسهم التي يتكوّن منها رأس المال، تاريخ الشركة؛

ب- معلومات مالية عن الشركة المصدرة، من حيث: الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة للسنوات الماضية؛

ج- معلومات عن العمليات التجارية للشركة، من حيث: طبيعتها وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، الموقع، حجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين فيها؛

د- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة، من حيث: أسمائهم وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، تفاصيل عن حصة كل عضو في الأوراق المالية؛

هـ- معلومات مفصلة عن الشركة المصدرة وعن الأشخاص المسؤولين عن بنود الأدرج، مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين؛

و- معلومات عن الأوراق المالية، من حيث:

- طبيعة الأوراق المالية، من حيث: سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها؛

- الحقوق القانونية للأوراق المالية: كحق التصويت، الحقوق الملحقّة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية؛

(1) - نعيم حسني دهمش، "الإطار التنظيمي للمحاسبة"، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الأردن، ص: 397.

- إدارة إصدار الأوراق المالية: كتوضيح المصارف التي تتولّى عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.

2 - الشروط العامة والمشاركة لقيد الأوراق المالية: رغم أنّ شروط قيد الأوراق المالية قد تختلف من سوقٍ لآخر، فقد تكون متشدّدة في بعض الأسواق وسهلة في البعض الآخر، إلّا أنّ معظم الأسواق قد تتفق على بعض الشروط كوجوب عدم قيد أي شركة حديثة مباشرةً إلّا بعد مُضي سنة على الأقل من تأسيسها، بالإضافة إلى نشرها ميزانية أو ميزانيتين سنويتين، كما أنّ بعض الأسواق تشترط أن تكون الشركة حققت ربحًا والبعض الآخر لا يشترط تحقيق الربح، بالإضافة إلى وضع شروط تتعلق بحقوق وعدد المساهمين ومعدل دوران السهم.

وعموماً، فإنّ أغلب الأسواق تضع شروط ومتطلبات للقيد، تنحصر مواضيعها عادةً فيما يلي:

- أ. شروط تتعلق بمطابقة تأسيس الشركة لأحكام نظام الشركات؛
- ب. شروط تتعلق بحجم الشركة من حيث: رأس مالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة؛
- ج. شروط تتعلق بعدد المساهمين الذين يملكون الشركة؛
- د. شروط تتعلق بالفترة التي مضت على الشركة منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ تقديم طلب الإدراج؛
- هـ. شروط تتعلق بربحية الشركة ك: حقوق المساهمين، حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح؛
- و. شروط تتعلق بسيولة الأسهم ومعدل دوران السهم؛
- ز. شروط تتعلق بالتزام الشركة بالإفصاح وإعلام السوق بأية معلومات أو أخبار ضرورية التي تؤثر على سعر سهم الشركة، بالإضافة إلى التزامها بنشر التقارير المالية في الوقت المحدّد لها⁽¹⁾.

3 - التزامات الشركة بعد عملية قيد الأوراق المالية: يمكن القول أنّ شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية تنقسم إلى:

- أ- **شروط أولية:** هي الشروط التي تسمح للشركة بأن تكون مؤهلة ومقبولة في السوق المالية، وتتعلّق بـ: حجم الشركة، الأرباح وعدد المساهمين؛
- ب- **شروط مستمرة:** وهي الشروط التي تساعد على الإفصاح عن المعلومات والأخبار الضرورية، حتى تكون السوق المالية على اطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة وأوضاعها المالية، من خلال التزام الشركة

(1) - عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، جريدة الرياض، مؤسسة

بتقديم التقارير المالية اللازمة، والإبلاغ الفوري عن كل الأحداث والحقائق والمعلومات التي يمكن أن تؤثر على سعر الشركة.

وعليه فإنّ الشركة تلتزم بشكل مستمر بما يلي:

- يجب أن تلتزم بجميع الأنظمة واللوائح الصادرة من هيئة السوق المالية، وتعليمات وفتاوى هيئة الرقابة الشرعية، وبأية مستندات إضافية يتم طلبها؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق في نهاية كل سنة مالية الوثائق الرسمية الخاصة بالشركة: كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة، ومراجعي الحسابات...؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق كافة التعديلات التي جرت على نظام وعقد تأسيس الشركة؛
- أن تبّلع لجنة السوق بالقرارات المتعلقة بتحديد قيمة الأرباح على الأوراق المالية وتاريخ الدفع؛
- يجب أن تلتزم الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فوراً عن أيّة معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة، بالإضافة إلى أي تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق، وأيّة قرارات تخص المستثمرين؛
- قد تتعرّض الشركة المدرجة التي لا تتّبع أنظمة ولوائح هيئة السوق المالية للإيقاف من التداول أو إلغاء قيدها⁽¹⁾.

ثالثاً: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق

يمكن توضيح إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية والشروط والمخالفات التي توجب تعليقها وشطبها فيها في العناصر التالية:

- 1 - إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق:** وهي المرحلة التي يتعيّن على الشركة أن تحضّر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد اطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلبات القيد في السوق المالية الإسلامية، وأثناء فترة التحضير يتوجّب على الشركة القيام بما يلي:
- أ. محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية القيد الفعلي، بما في ذلك: الإفصاح ونشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، وينبغي التأكد من تحقيق هذه العملية لأهداف المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالنمو؛

(1) - عصام فهد العرييد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا، سوريا، 2002، ص: 33.

- ب. قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتفاق على سعر معيّن لها وذلك حتى لا تؤثر سلباً على المساهمين القدامى من جهة، وأن تلقى رضا المستثمرين من جهة أخرى؛
- ج. ينبغي للشركة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم ولا يتحقق لها ذلك إلا من خلال تغيير رأس مال الشركة، ولذلك تلجأ إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، وعليه فإن القانون الأساسي للشركة سيتغيّر حسب شروط ومتطلبات القيد⁽¹⁾؛
- د. التحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛

هـ. اختيار الشركة لوسيط مالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد ومتابعة تصوّرها بدقة أثناء وبعد عملية القيد الفعلي؛

و. تقوم الشركة بتكوين وتحضير المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية القيد⁽²⁾.

وعليه، وبعد استيفاء الشركة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في السوق وقيد أوراقها المالية بها، تقدّم طلباً للسوق خلال سنة على الأكثر من تاريخ وقف باب الاكتتاب فيها إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام، وخلال الأشهر الثلاثة التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة إذا كانت لم تطرح للاكتتاب العام، ويجب على الشركات أن تقدّم للجهات المختصة جميع الوثائق والمستندات اللازمة للقيد، وأن تدفع رسوم الاشتراك والمبالغ المنصوص عليها باللوائح التنفيذية للسوق.

2 - تعليق وشطب الأوراق المالية المقيّدة بالسوق: إذا خالفت الشركات المقيّدة شروط ومتطلبات القيد المتبعة، قد تتعرّض لتعليق وشطب أوراقها المقيّدة في السوق، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع حسب نوع المخالفة كما يلي:

أ- التعليق المؤقت: يُقصد به وضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط القيد في سجل خاص للشركات وبصفة مؤقتة، لمنحها فرصة تعديل أوضاعها بما يتناسب والشروط الموضوعية، وذلك خلال مدّة تحدّدها هيئة السوق المالية، وتتم الإشارة إلى هذا التعليق على شاشة التداول؛

ب- التعليق التدريجي: يُقصد به تحويل قيد أوراق الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وذلك في حالة عدم تصويب الشركة لأوضاعها التي سبّبت لها التعليق المؤقت خلال المدّة المحدّدة لها؛

(1) - Bertrand Jacquillat et Solnik Bruno, op .cit، p:41.

(2) - بوعزة عبد القادر، "إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر"، ورقة عمل مقدمة إلى ملتقى: "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، أدرار، 2007، ص: 14.

ج- التعليق الدائم: ويقصد به شطب قيد أوراق الشركة من التداول في السوق.

ويحق لهيئة السوق المالية أن تقرّر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المدرجة لعدّة أسباب أهمّها:

- في الحالات التي يتم فيها تخفيض رأس مال الشركة؛
 - في الحالات التي يتم فيها اندماج الشركة أو تصفية الشركة وإعلان إفلاسها؛
 - في حالة انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة معيّنة، وقد حدّتها بعض الأسواق بـ 25% من رأس المال المدفوع؛
 - توقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 03 أشهر دون ذكر الأسباب التي تبرّر هذا التوقف؛
 - عدم قيام الشركة بحفظ السجلات اللازمة للمساهمين بطريقة صحيحة، أو وجود تقصير أو خلل في هذه السجلات من قبل الشركة وذلك لحين تصحيح الخلل؛
 - عدم قيام الشركة بتزويد هيئة السوق المالية بالتقارير المالية الدورية خلال الفترة المحددة للنشر؛
 - في الحالات التي تتطلبها سلامة التعامل، والتي يعود تقديرها إلى هيئة السوق المالية وإدارة السوق بما يكفل حقوق المساهمين والمستثمرين؛
 - عدم التزام الشركة بالأنظمة والتعليمات المطبّقة من قبل الجهة المشرفة، وعدم التزامها بشروط ومتطلبات القيد والإفصاح المعتمدة؛
 - في حالة قيام الشركة بممارسة أنشطة تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية مثل صناعة أو بيع الخمر، القمار، الملاهي والإقراض الربوي، أو أنّ عائد الورقة يكون على أساس الربا لا على أساس الربح⁽¹⁾.
- ويتعيّن على السوق المالية الإسلامية تطبيق إجراءات التعليق والشطب والإلغاء حسب كل حالة على حدا، وبما تراه في مصلحة السوق والمستثمرين، فبعض الحالات تتطلّب مثلاً: توجيه إنذار للشركة ثم يتبعه فرض غرامة مالية حتى تصل العقوبة إلى نقل أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وفي حالات هامّة جدّاً تتعلّق بالإفصاح ووجود أخبار هامّة عن الشركة أو ممارستها لنشاط محظور، فيتطلّب الأمر إيقاف التداول بأسهم الشركة لفترة محدّدة حتى يتم الإفصاح عن المعلومة أو تطهير نشاط الشركة ثم يُعاد التداول بأسهمها مرّة أخرى.

(1) - عبد العزيز الربيعي، مرجع سابق.

المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية

يُقصد بقيد الأوراق المالية، إدراجها في الجداول الخاصة لسوق الأوراق المالية، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تُصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق.

ويتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بناءً على طلب من الجهة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول قيد الأوراق أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق المالية وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.

وللوقوف أكثر على خطوات وإجراءات وفوائد هذه العملية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثانياً : شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثالثاً : إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.

أولاً: دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق

هناك العديد من المزايا والمنافع التي تدفع الشركات للدخول إلى السوق وقيد أوراقها المالية بها، ومن هذه المزايا:

1 - تحسين فعالية الشركة: ويتحقق ذلك من خلال العناصر التالية:

أ- الترويج والدعاية ونمو الشركة: إنّ قيام الشركات بقيد أوراقها المالية في السوق سيُتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها وعن نشاطاتها المختلفة، وذلك من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وكافة مطبوعات السوق، وهو ما يؤدي إلى زيادة المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطاتها من جمهور المستثمرين والمتعاملين⁽¹⁾، كما تُتاح لها أيضاً إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، فتتحسن بذلك صورة الشركة أمام عملائها ومورديها، حيث أنّ الانضمام إلى السوق المالية يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة الشركة⁽²⁾.

(1) - حمدي شحدة زعرب، "محاضرات في الأسواق المالية"، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006، ص: 27.

(2) - Maïr Fereres et Gérard Rivière, "L'introduction en bourse", Edition d'organisation, France, 1999, p:15.

ب- دعم الطاقات الداخلية للشركة: ويتحقق ذلك من خلال:

- تعبئة كل موظفي ومساهمي الشركة وإقناعهم بضرورة التسيير الجيد لموارد الشركة ونشاطاتها؛
- حيازة وسائل إعلام فعّالة بما تقتضيه عملية دخول الشركة في السوق، من خلال تحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصدقية وسرعة المعلومات، وهو ما يدفع بالشركة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر كفاءة وملائمة⁽¹⁾.

2 - زيادة فرص وإمكانيات التمويل الإضافي: يؤدي دخول الشركات إلى السوق المالية إلى تدعيم

أموالها الخاصة وتسهيل عملية زيادة رأس مالها دون اللجوء إلى التمويل الربوي والاستدانة، وهو ما يؤدي إلى مضاعفة إمكانيات تمويلها وحصولها على أفضل الشروط للتمويل⁽²⁾، ذلك أنّ السوق المالية تقدّم أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصّة بأسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة، وإفصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين بالاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات والحصول على الزيادات اللازمة التي تحتاجها لرؤوس أموالها لغرض تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية.

3 - توفير المعلومات الضرورية للشركات والمستثمرين:

أ- فبالنسبة للشركات يمكنها الاستفادة من المعلومات التي تقدمها السوق المالية حيث:

- يوفّر السوق المالي تقييماً دقيقاً للشركات المدرجة، لأنّ أداء هذه الشركات ينعكس مباشرة على سعر الورقة المالية المدرجة؛
- يمكن للشركات المدرجة أن تحصل على جميع المعلومات الحديثة والدقيقة الخاصّة بجميع التداولات التي تمت على أوراقها المالية في فترة زمنية وجيزة وعن أي فترة زمنية في العام.

ب- أمّا فيما يخص المستثمرين:

- توفّر السوق المعلومات اللازمة للمستثمرين والتي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة، نظراً لإمكانية حصولهم على المعلومات الحديثة والصحيحة عن الأوراق المالية المقيدة وعن الشركة المصدرة لها؛

(1) - Ibid, p:16.

(2) - Bertrand Jacquillat et bruno solnik, « L'introduction en bourse », Edition QUE SAIS-JE , 2^{ème} Edition, 1994, p: 10.

- إمكانية تحويل الأوراق المالية المقيدة إلى سيولة أو العكس وبسرعة، من خلال معرفة المستثمرين لأسعار الأوراق المالية المقيدة وبصورة مستمرة.

4 - تحسين الوضعية المالية للشركة: ويتم ذلك من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء الشركة في السوق، وعليه فإن الشركات المدرجة في السوق تكون أكثر فعالية من الشركات غير المدرجة، وذلك من حيث: القدرة على النمو، الشهرة، زيادة الأرباح، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأفضل⁽¹⁾.

بالإضافة إلى أن الأوراق المالية المقيدة في السوق تزيد من القوة التمويلية للشركة نظراً لمعرفة جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المقيدة.

5 - توسيع دائرة المساهمين وتنويع الخيارات للمستثمرين: يؤدي قيد الأوراق المالية إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع بين الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة اهتمامهم فيما يتعلق بالشركة من حيث نموها ونجاحها، وبالتالي زيادة المنافسة بين الشركات المدرجة على تحسين الأداء ورفع الأرباح. كما يساهم قيد الأوراق المالية أيضاً في مساعدة المستثمرين على تنويع وتوسيع قاعدة الاختيارات المتاحة لاستثمار مدخراتهم.

6 - التقييم العادل وتسهيل عمليات النمو الخارجي: حيث أنّ السوق توفر تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الأوراق المالية المقيدة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية لهذه الأوراق، كما أنّ الضوابط القانونية الشرعية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية، تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة⁽²⁾.

كما تسمح السوق المالية أيضاً للشركات المدرجة بتسهيل تمويل عدة عمليات، مثل: الاندماج والتملك، تسهيل تبادل الأوراق المالية المقيدة مع الأصول، بالإضافة إلى تحقيق إيرادات مالية معتبرة وذات تكلفة منخفضة.

ثانياً: شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق

يُقصد بشروط القيد والإدراج مجموعة المتطلبات التي تقوم الشركة بتحقيقها وتبليتها حتى تكون الأوراق المالية التي تصدرها قابلة ومؤهلة للتداول في السوق المالية، ولا شك في أنّ وضع شروط ومتطلبات

(1) - Mair Fereres et Gérard Rivière, op.cit, p:25.

(2) - حمدي شحدة زعرب، مرجع سابق، ص:27.

لقيد وإدراج الأوراق المالية، يُعد من بين الأمور الأساسية في أي سوق مالية أياً كانت ناشئة أو متقدمة، وذلك لما لها من أهمية كبيرة، تكمن في توفير المعلومات الضرورية والمنظمة عن الشركات المدرجة لعموم المستثمرين سواء عن أنشطتها أو خططها واستراتيجيتها، وهو ما يحفز المستثمرين ويساعدهم على التداول بأسلوب يتعد كثيراً عن المضاربة ويقترّب جدًّا من استخدام المعلومات المالية والأخبار المنشورة عن الشركة، ويمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق للعناصر التالية:

1 - المعلومات والبيانات اللازمة لقيد الأوراق المالية: تتفق معظم الأسواق على ضرورة توافر مجموعة من المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها لغرض عملية القيد، والتي يمكن أيضاً للسوق المالية الإسلامية أن تفرضها وتطبقها، ومنها⁽¹⁾:

أ- معلومات عامة عن الشركة المصدرة، من حيث: رأس المال، طبيعة رأس مال الشركة، وتشمل رأس المال المصرح به والمصدر، أنواع وعدد الأسهم التي يتكوّن منها رأس المال، تاريخ الشركة؛

ب- معلومات مالية عن الشركة المصدرة، من حيث: الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة للسنوات الماضية؛

ج- معلومات عن العمليات التجارية للشركة، من حيث: طبيعتها وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، الموقع، حجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين فيها؛

د- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة، من حيث: أسمائهم وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، تفاصيل عن حصة كل عضو في الأوراق المالية؛

هـ- معلومات مفصلة عن الشركة المصدرة وعن الأشخاص المسؤولين عن بنود الأدرج، مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين؛

و- معلومات عن الأوراق المالية، من حيث:

- طبيعة الأوراق المالية، من حيث: سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها؛

- الحقوق القانونية للأوراق المالية: كحق التصويت، الحقوق الملحقّة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية؛

(1) - نعيم حسني دهمش، "الإطار التنظيمي للمحاسبة"، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الأردن، ص: 397.

- إدارة إصدار الأوراق المالية: كتوضيح المصارف التي تتولّى عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.

2 - الشروط العامة والمشاركة لقيد الأوراق المالية: رغم أنّ شروط قيد الأوراق المالية قد تختلف من سوقٍ لآخر، فقد تكون متشدّدة في بعض الأسواق وسهلة في البعض الآخر، إلّا أنّ معظم الأسواق قد تتفق على بعض الشروط كوجوب عدم قيد أي شركة حديثة مباشرةً إلّا بعد مُضي سنة على الأقل من تأسيسها، بالإضافة إلى نشرها ميزانية أو ميزانيتين سنويتين، كما أنّ بعض الأسواق تشترط أن تكون الشركة حققت ربحًا والبعض الآخر لا يشترط تحقيق الربح، بالإضافة إلى وضع شروط تتعلق بحقوق وعدد المساهمين ومعدل دوران السهم.

وعموماً، فإنّ أغلب الأسواق تضع شروط ومتطلبات للقيد، تنحصر مواضيعها عادةً فيما يلي:

- أ. شروط تتعلق بمطابقة تأسيس الشركة لأحكام نظام الشركات؛
- ب. شروط تتعلق بحجم الشركة من حيث: رأس مالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة؛
- ج. شروط تتعلق بعدد المساهمين الذين يملكون الشركة؛
- د. شروط تتعلق بالفترة التي مضت على الشركة منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ تقديم طلب الإدراج؛
- هـ. شروط تتعلق بربحية الشركة ك: حقوق المساهمين، حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح؛
- و. شروط تتعلق بسيولة الأسهم ومعدل دوران السهم؛
- ز. شروط تتعلق بالتزام الشركة بالإفصاح وإعلام السوق بأية معلومات أو أخبار ضرورية التي تؤثر على سعر سهم الشركة، بالإضافة إلى التزامها بنشر التقارير المالية في الوقت المحدّد لها⁽¹⁾.

3 - التزامات الشركة بعد عملية قيد الأوراق المالية: يمكن القول أنّ شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية تنقسم إلى:

- أ- **شروط أولية:** هي الشروط التي تسمح للشركة بأن تكون مؤهلة ومقبولة في السوق المالية، وتتعلّق بـ: حجم الشركة، الأرباح وعدد المساهمين؛
- ب- **شروط مستمرة:** وهي الشروط التي تساعد على الإفصاح عن المعلومات والأخبار الضرورية، حتى تكون السوق المالية على اطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة وأوضاعها المالية، من خلال التزام الشركة

(1) - عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، جريدة الرياض، مؤسسة

بتقديم التقارير المالية اللازمة، والإبلاغ الفوري عن كل الأحداث والحقائق والمعلومات التي يمكن أن تؤثر على سعر الشركة.

وعليه فإنّ الشركة تلتزم بشكل مستمر بما يلي:

- يجب أن تلتزم بجميع الأنظمة واللوائح الصادرة من هيئة السوق المالية، وتعليمات وفتاوى هيئة الرقابة الشرعية، وبأية مستندات إضافية يتم طلبها؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق في نهاية كل سنة مالية الوثائق الرسمية الخاصة بالشركة: كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة، ومراجعي الحسابات...؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق كافة التعديلات التي جرت على نظام وعقد تأسيس الشركة؛
- أن تبّلع لجنة السوق بالقرارات المتعلقة بتحديد قيمة الأرباح على الأوراق المالية وتاريخ الدفع؛
- يجب أن تلتزم الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فوراً عن أيّة معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة، بالإضافة إلى أي تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق، وأيّة قرارات تخص المستثمرين؛
- قد تتعرّض الشركة المدرجة التي لا تتّبع أنظمة ولوائح هيئة السوق المالية للإيقاف من التداول أو إلغاء قيدها⁽¹⁾.

ثالثاً: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق

يمكن توضيح إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية والشروط والمخالفات التي توجب تعليقها وشطبها فيها في العناصر التالية:

- 1 - إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق:** وهي المرحلة التي يتعيّن على الشركة أن تحضّر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد اطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلبات القيد في السوق المالية الإسلامية، وأثناء فترة التحضير يتوجّب على الشركة القيام بما يلي:
- أ. محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية القيد الفعلي، بما في ذلك: الإفصاح ونشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، وينبغي التأكد من تحقيق هذه العملية لأهداف المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالنمو؛

(1) - عصام فهد العرييد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا، سوريا، 2002، ص: 33.

- ب. قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتفاق على سعر معيّن لها وذلك حتى لا تؤثر سلباً على المساهمين القدامى من جهة، وأن تلقى رضا المستثمرين من جهة أخرى؛
- ج. ينبغي للشركة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم ولا يتحقق لها ذلك إلا من خلال تغيير رأس مال الشركة، ولذلك تلجأ إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، وعليه فإن القانون الأساسي للشركة سيتغيّر حسب شروط ومتطلبات القيد⁽¹⁾؛
- د. التحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛

هـ. اختيار الشركة لوسيط مالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد ومتابعة تصوّرها بدقة أثناء وبعد عملية القيد الفعلي؛

و. تقوم الشركة بتكوين وتحضير المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية القيد⁽²⁾.

وعليه، وبعد استيفاء الشركة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في السوق وقيد أوراقها المالية بها، تقدّم طلباً للسوق خلال سنة على الأكثر من تاريخ وقف باب الاكتتاب فيها إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام، وخلال الأشهر الثلاثة التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة إذا كانت لم تطرح للاكتتاب العام، ويجب على الشركات أن تقدّم للجهات المختصة جميع الوثائق والمستندات اللازمة للقيد، وأن تدفع رسوم الاشتراك والمبالغ المنصوص عليها باللوائح التنفيذية للسوق.

2 - تعليق وشطب الأوراق المالية المقيّدة بالسوق: إذا خالفت الشركات المقيّدة شروط ومتطلبات القيد المتبعة، قد تتعرّض لتعليق وشطب أوراقها المقيّدة في السوق، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع حسب نوع المخالفة كما يلي:

أ- التعليق المؤقت: يُقصد به وضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط القيد في سجل خاص للشركات وبصفة مؤقتة، لمنحها فرصة تعديل أوضاعها بما يتناسب والشروط الموضوعية، وذلك خلال مدّة تحدّدها هيئة السوق المالية، وتتم الإشارة إلى هذا التعليق على شاشة التداول؛

ب- التعليق التدريجي: يُقصد به تحويل قيد أوراق الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وذلك في حالة عدم تصويب الشركة لأوضاعها التي سبّبت لها التعليق المؤقت خلال المدّة المحدّدة لها؛

(1) - Bertrand Jacquillat et Solnik Bruno, op .cit، p:41.

(2) - بوعزة عبد القادر، "إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر"، ورقة عمل مقدمة إلى ملتقى: "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، أدرار، 2007، ص: 14.

ج- التعليق الدائم: ويقصد به شطب قيد أوراق الشركة من التداول في السوق.

ويحق لهيئة السوق المالية أن تقرّر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المدرجة لعدّة أسباب أهمّها:

- في الحالات التي يتم فيها تخفيض رأس مال الشركة؛
 - في الحالات التي يتم فيها اندماج الشركة أو تصفية الشركة وإعلان إفلاسها؛
 - في حالة انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة معيّنة، وقد حدّدتها بعض الأسواق بـ 25% من رأس المال المدفوع؛
 - توقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 03 أشهر دون ذكر الأسباب التي تبرّر هذا التوقف؛
 - عدم قيام الشركة بحفظ السجلات اللازمة للمساهمين بطريقة صحيحة، أو وجود تقصير أو خلل في هذه السجلات من قبل الشركة وذلك لحين تصحيح الخلل؛
 - عدم قيام الشركة بتزويد هيئة السوق المالية بالتقارير المالية الدورية خلال الفترة المحددة للنشر؛
 - في الحالات التي تتطلبها سلامة التعامل، والتي يعود تقديرها إلى هيئة السوق المالية وإدارة السوق بما يكفل حقوق المساهمين والمستثمرين؛
 - عدم التزام الشركة بالأنظمة والتعليمات المطبّقة من قبل الجهة المشرفة، وعدم التزامها بشروط ومتطلبات القيد والإفصاح المعتمدة؛
 - في حالة قيام الشركة بممارسة أنشطة تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية مثل صناعة أو بيع الخمر، القمار، الملاهي والإقراض الربوي، أو أنّ عائد الورقة يكون على أساس الربا لا على أساس الربح⁽¹⁾.
- ويتعيّن على السوق المالية الإسلامية تطبيق إجراءات التعليق والشطب والإلغاء حسب كل حالة على حدا، وبما تراه في مصلحة السوق والمستثمرين، فبعض الحالات تتطلّب مثلاً: توجيه إنذار للشركة ثم يتبعه فرض غرامة مالية حتى تصل العقوبة إلى نقل أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وفي حالات هامّة جدّاً تتعلّق بالإفصاح ووجود أخبار هامّة عن الشركة أو ممارستها لنشاط محظور، فيتطلّب الأمر إيقاف التداول بأسهم الشركة لفترة محدّدة حتى يتم الإفصاح عن المعلومة أو تطهير نشاط الشركة ثم يُعاد التداول بأسهمها مرّة أخرى.

(1) - عبد العزيز الربيعي، مرجع سابق.

المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية

يُقصد بقيد الأوراق المالية، إدراجها في الجداول الخاصة لسوق الأوراق المالية، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تُصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق.

ويتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بناءً على طلب من الجهة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول قيد الأوراق أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقاً للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق المالية وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.

وللوقوف أكثر على خطوات وإجراءات وفوائد هذه العملية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثانياً : شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق؛
- ثالثاً : إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.

أولاً: دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق

هناك العديد من المزايا والمنافع التي تدفع الشركات للدخول إلى السوق وقيد أوراقها المالية بها، ومن هذه المزايا:

1 - تحسين فعالية الشركة: ويتحقق ذلك من خلال العناصر التالية:

أ- الترويج والدعاية ونمو الشركة: إنّ قيام الشركات بقيد أوراقها المالية في السوق سيُتيح لها الفرصة للترويج والدعاية عن نفسها وعن نشاطاتها المختلفة، وذلك من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وكافة مطبوعات السوق، وهو ما يؤدي إلى زيادة المعرفة الوثيقة بها والمتابعة المستمرة لنشاطاتها من جمهور المستثمرين والمتعاملين⁽¹⁾، كما تُتاح لها أيضاً إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى، فتتحسن بذلك صورة الشركة أمام عملائها ومورديها، حيث أنّ الانضمام إلى السوق المالية يمثل درجة عالية من التطور وكفاءة الشركة⁽²⁾.

(1) - حمدي شحدة زعرب، "محاضرات في الأسواق المالية"، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2006، ص: 27.

(2) - Maïr Fereres et Gérard Rivière, "L'introduction en bourse", Edition d'organisation, France, 1999, p:15.

ب- دعم الطاقات الداخلية للشركة: ويتحقق ذلك من خلال:

- تعبئة كل موظفي ومساهمي الشركة وإقناعهم بضرورة التسيير الجيد لموارد الشركة ونشاطاتها؛
- حيازة وسائل إعلام فعّالة بما تقتضيه عملية دخول الشركة في السوق، من خلال تحديد الإستراتيجية والوسائل التي تتيح الاستجابة لمصدقية وسرعة المعلومات، وهو ما يدفع بالشركة إلى ضرورة الحصول على وسائل تسيير ومراقبة أكثر كفاءة وملائمة⁽¹⁾.

2 - زيادة فرص وإمكانيات التمويل الإضافي: يؤدي دخول الشركات إلى السوق المالية إلى تدعيم

أموالها الخاصة وتسهيل عملية زيادة رأس مالها دون اللجوء إلى التمويل الربوي والاستدانة، وهو ما يؤدي إلى مضاعفة إمكانيات تمويلها وحصولها على أفضل الشروط للتمويل⁽²⁾، ذلك أنّ السوق المالية تقدّم أحدث التقنيات والأساليب لإيصال المعلومات الخاصّة بأسعار الأوراق المالية للشركات المدرجة، وإفصاحاتها ومؤشرات التداول للمهتمين بالاستثمار، وبالتالي جذب الاستثمار لتلك الشركات والحصول على الزيادات اللازمة التي تحتاجها لرؤوس أموالها لغرض تمويل نشاطاتها الإنتاجية والتوسعية.

3 - توفير المعلومات الضرورية للشركات والمستثمرين:

أ- فبالنسبة للشركات يمكنها الاستفادة من المعلومات التي تقدمها السوق المالية حيث:

- يوفّر السوق المالي تقييماً دقيقاً للشركات المدرجة، لأنّ أداء هذه الشركات ينعكس مباشرة على سعر الورقة المالية المدرجة؛
- يمكن للشركات المدرجة أن تحصل على جميع المعلومات الحديثة والدقيقة الخاصّة بجميع التداولات التي تمت على أوراقها المالية في فترة زمنية وجيزة وعن أي فترة زمنية في العام.

ب- أمّا فيما يخص المستثمرين:

- توفّر السوق المعلومات اللازمة للمستثمرين والتي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة، نظراً لإمكانية حصولهم على المعلومات الحديثة والصحيحة عن الأوراق المالية المقيدة وعن الشركة المصدرة لها؛

(1) - Ibid, p:16.

(2) - Bertrand Jacquillat et bruno solnik, « L'introduction en bourse », Edition QUE SAIS-JE , 2^{ème} Edition, 1994, p: 10.

- إمكانية تحويل الأوراق المالية المقيدة إلى سيولة أو العكس وبسرعة، من خلال معرفة المستثمرين لأسعار الأوراق المالية المقيدة وبصورة مستمرة.

4 - تحسين الوضعية المالية للشركة: ويتم ذلك من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقراراً، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء الشركة في السوق، وعليه فإن الشركات المدرجة في السوق تكون أكثر فعالية من الشركات غير المدرجة، وذلك من حيث: القدرة على النمو، الشهرة، زيادة الأرباح، الوصول إلى الهيكل التمويلي الأفضل⁽¹⁾.

بالإضافة إلى أن الأوراق المالية المقيدة في السوق تزيد من القوة التمويلية للشركة نظراً لمعرفة جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المقيدة.

5 - توسيع دائرة المساهمين وتنويع الخيارات للمستثمرين: يؤدي قيد الأوراق المالية إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع بين الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة اهتمامهم فيما يتعلق بالشركة من حيث نموها ونجاحها، وبالتالي زيادة المنافسة بين الشركات المدرجة على تحسين الأداء ورفع الأرباح. كما يساهم قيد الأوراق المالية أيضاً في مساعدة المستثمرين على تنويع وتوسيع قاعدة الاختيارات المتاحة لاستثمار مدخراتهم.

6 - التقييم العادل وتسهيل عمليات النمو الخارجي: حيث أنّ السوق توفر تفاعل آلية العرض والطلب على أسعار الأوراق المالية المقيدة بما يعكس القيمة السوقية الحقيقية لهذه الأوراق، كما أنّ الضوابط القانونية الشرعية والفنية التي تحكم عمليات التداول بما تتضمنه من حدود دنيا وعليا للأسعار اليومية، تحد من المضاربات الضارة بالشركات المدرجة⁽²⁾.

كما تسمح السوق المالية أيضاً للشركات المدرجة بتسهيل تمويل عدة عمليات، مثل: الاندماج والتملك، تسهيل تبادل الأوراق المالية المقيدة مع الأصول، بالإضافة إلى تحقيق إيرادات مالية معتبرة وذات تكلفة منخفضة.

ثانياً: شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق

يُقصد بشروط القيد والإدراج مجموعة المتطلبات التي تقوم الشركة بتحقيقها وتبليتها حتى تكون الأوراق المالية التي تصدرها قابلة ومؤهلة للتداول في السوق المالية، ولا شك في أنّ وضع شروط ومتطلبات

(1) - Mair Fereres et Gérard Rivière, op.cit, p:25.

(2) - حمدي شحدة زعرب، مرجع سابق، ص: 27.

لقيد وإدراج الأوراق المالية، يُعد من بين الأمور الأساسية في أي سوق مالية أياً كانت ناشئة أو متقدمة، وذلك لما لها من أهمية كبيرة، تكمن في توفير المعلومات الضرورية والمنظمة عن الشركات المدرجة لعموم المستثمرين سواء عن أنشطتها أو خططها واستراتيجيتها، وهو ما يحفز المستثمرين ويساعدهم على التداول بأسلوب يتعد كثيراً عن المضاربة ويقترّب جدًّا من استخدام المعلومات المالية والأخبار المنشورة عن الشركة، ويمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق للعناصر التالية:

1 - المعلومات والبيانات اللازمة لقيد الأوراق المالية: تتفق معظم الأسواق على ضرورة توافر مجموعة من المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها لغرض عملية القيد، والتي يمكن أيضاً للسوق المالية الإسلامية أن تفرضها وتطبقها، ومنها⁽¹⁾:

أ- معلومات عامة عن الشركة المصدرة، من حيث: رأس المال، طبيعة رأس مال الشركة، وتشمل رأس المال المصرح به والمصدر، أنواع وعدد الأسهم التي يتكوّن منها رأس المال، تاريخ الشركة؛

ب- معلومات مالية عن الشركة المصدرة، من حيث: الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة للسنوات الماضية؛

ج- معلومات عن العمليات التجارية للشركة، من حيث: طبيعتها وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، الموقع، حجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين فيها؛

د- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة، من حيث: أسمائهم وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، تفاصيل عن حصة كل عضو في الأوراق المالية؛

هـ- معلومات مفصلة عن الشركة المصدرة وعن الأشخاص المسؤولين عن بنود الأدرج، مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين؛

و- معلومات عن الأوراق المالية، من حيث:

- طبيعة الأوراق المالية، من حيث: سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها؛

- الحقوق القانونية للأوراق المالية: كحق التصويت، الحقوق الملحقّة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية؛

(1) - نعيم حسني دهمش، "الإطار التنظيمي للمحاسبة"، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الأردن، ص: 397.

- إدارة إصدار الأوراق المالية: كتوضيح المصارف التي تتولّى عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.

2 - الشروط العامة والمشاركة لقيد الأوراق المالية: رغم أنّ شروط قيد الأوراق المالية قد تختلف من سوقٍ لآخر، فقد تكون متشدّدة في بعض الأسواق وسهلة في البعض الآخر، إلّا أنّ معظم الأسواق قد تتفق على بعض الشروط كوجوب عدم قيد أي شركة حديثة مباشرةً إلّا بعد مُضي سنة على الأقل من تأسيسها، بالإضافة إلى نشرها ميزانية أو ميزانيتين سنويتين، كما أنّ بعض الأسواق تشترط أن تكون الشركة حققت ربحًا والبعض الآخر لا يشترط تحقيق الربح، بالإضافة إلى وضع شروط تتعلق بحقوق وعدد المساهمين ومعدل دوران السهم.

وعموماً، فإنّ أغلب الأسواق تضع شروط ومتطلبات للقيد، تنحصر مواضيعها عادةً فيما يلي:

- أ. شروط تتعلق بمطابقة تأسيس الشركة لأحكام نظام الشركات؛
- ب. شروط تتعلق بحجم الشركة من حيث: رأس مالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة؛
- ج. شروط تتعلق بعدد المساهمين الذين يملكون الشركة؛
- د. شروط تتعلق بالفترة التي مضت على الشركة منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ تقديم طلب الإدراج؛
- هـ. شروط تتعلق بربحية الشركة ك: حقوق المساهمين، حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح؛
- و. شروط تتعلق بسيولة الأسهم ومعدل دوران السهم؛
- ز. شروط تتعلق بالتزام الشركة بالإفصاح وإعلام السوق بأية معلومات أو أخبار ضرورية التي تؤثر على سعر سهم الشركة، بالإضافة إلى التزامها بنشر التقارير المالية في الوقت المحدّد لها⁽¹⁾.

3 - التزامات الشركة بعد عملية قيد الأوراق المالية: يمكن القول أنّ شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية تنقسم إلى:

- أ- **شروط أولية:** هي الشروط التي تسمح للشركة بأن تكون مؤهلة ومقبولة في السوق المالية، وتتعلّق بـ: حجم الشركة، الأرباح وعدد المساهمين؛
- ب- **شروط مستمرة:** وهي الشروط التي تساعد على الإفصاح عن المعلومات والأخبار الضرورية، حتى تكون السوق المالية على اطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة وأوضاعها المالية، من خلال التزام الشركة

(1) - عبد العزيز الربيعي، "تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق الأسهم السعودية"، جريدة الرياض، مؤسسة

بتقديم التقارير المالية اللازمة، والإبلاغ الفوري عن كل الأحداث والحقائق والمعلومات التي يمكن أن تؤثر على سعر الشركة.

وعليه فإنّ الشركة تلتزم بشكل مستمر بما يلي:

- يجب أن تلتزم بجميع الأنظمة واللوائح الصادرة من هيئة السوق المالية، وتعليمات وفتاوى هيئة الرقابة الشرعية، وبأية مستندات إضافية يتم طلبها؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق في نهاية كل سنة مالية الوثائق الرسمية الخاصة بالشركة: كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة، ومراجعي الحسابات...؛
- أن ترسل إلى لجنة السوق كافة التعديلات التي جرت على نظام وعقد تأسيس الشركة؛
- أن تبليغ لجنة السوق بالقرارات المتعلقة بتحديد قيمة الأرباح على الأوراق المالية وتاريخ الدفع؛
- يجب أن تلتزم الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فوراً عن أيّة معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة، بالإضافة إلى أي تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق، وأيّة قرارات تخص المستثمرين؛
- قد تتعرّض الشركة المدرجة التي لا تتبع أنظمة ولوائح هيئة السوق المالية للإيقاف من التداول أو إلغاء قيدها⁽¹⁾.

ثالثاً: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق

يمكن توضيح إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية والشروط والمخالفات التي توجب تعليقها وشطبها فيها في العناصر التالية:

- 1 - إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق:** وهي المرحلة التي يتعيّن على الشركة أن تحضّر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد اطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلبات القيد في السوق المالية الإسلامية، وأثناء فترة التحضير يتوجّب على الشركة القيام بما يلي:
- أ. محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية القيد الفعلي، بما في ذلك: الإفصاح ونشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، وينبغي التأكد من تحقيق هذه العملية لأهداف المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالنمو؛

(1) - عصام فهد العرييد، "الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، دار الرضا، سوريا، 2002، ص: 33.

- ب. قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتفاق على سعر معين لها وذلك حتى لا تؤثر سلباً على المساهمين القدامى من جهة، وأن تلقى رضا المستثمرين من جهة أخرى؛
- ج. ينبغي للشركة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم ولا يتحقق لها ذلك إلا من خلال تغيير رأس مال الشركة، ولذلك تلجأ إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها، وعليه فإن القانون الأساسي للشركة سيتغير حسب شروط ومتطلبات القيد⁽¹⁾؛
- د. التحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛

هـ. اختيار الشركة لوسيط مالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد ومتابعة تصوّرها بدقة أثناء وبعد عملية القيد الفعلي؛

و. تقوم الشركة بتكوين وتحضير المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية القيد⁽²⁾.

وعليه، وبعد استيفاء الشركة لخطوات ومتطلبات عملية التحضير للدخول في السوق وقيد أوراقها المالية بها، تقدّم طلباً للسوق خلال سنة على الأكثر من تاريخ وقف باب الاكتتاب فيها إذا كانت قد طرحت للاكتتاب العام، وخلال الأشهر الثلاثة التالية لنشر ميزانية السنة الثالثة إذا كانت لم تطرح للاكتتاب العام، ويجب على الشركات أن تقدّم للجهات المختصة جميع الوثائق والمستندات اللازمة للقيد، وأن تدفع رسوم الاشتراك والمبالغ المنصوص عليها باللوائح التنفيذية للسوق.

2 - تعليق وشطب الأوراق المالية المقيّدة بالسوق: إذا خالفت الشركات المقيّدة شروط ومتطلبات القيد المتبعة، قد تتعرض لتعليق وشطب أوراقها المقيّدة في السوق، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع حسب نوع المخالفة كما يلي:

أ- التعليق المؤقت: يُقصد به وضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط القيد في سجل خاص للشركات وبصفة مؤقتة، لمنحها فرصة تعديل أوضاعها بما يتناسب والشروط الموضوعية، وذلك خلال مدّة تحددها هيئة السوق المالية، وتتم الإشارة إلى هذا التعليق على شاشة التداول؛

ب- التعليق التدريجي: يُقصد به تحويل قيد أوراق الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وذلك في حالة عدم تصويب الشركة لأوضاعها التي سببت لها التعليق المؤقت خلال المدّة المحددة لها؛

(1) - Bertrand Jacquillat et Solnik Bruno, op .cit، p:41.

(2) - بوعزة عبد القادر، "إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المتداولة في الجزائر"، ورقة عمل مقدمة إلى ملتقى: "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري"، أدرار، 2007، ص: 14.

ج- التعليق الدائم: ويقصد به شطب قيد أوراق الشركة من التداول في السوق.

ويحق لهيئة السوق المالية أن تقرّر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المدرجة لعدّة أسباب أهمّها:

- في الحالات التي يتم فيها تخفيض رأس مال الشركة؛
 - في الحالات التي يتم فيها اندماج الشركة أو تصفية الشركة وإعلان إفلاسها؛
 - في حالة انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة معيّنة، وقد حدّتها بعض الأسواق بـ 25% من رأس المال المدفوع؛
 - توقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 03 أشهر دون ذكر الأسباب التي تبرّر هذا التوقف؛
 - عدم قيام الشركة بحفظ السجلات اللازمة للمساهمين بطريقة صحيحة، أو وجود تقصير أو خلل في هذه السجلات من قبل الشركة وذلك لحين تصحيح الخلل؛
 - عدم قيام الشركة بتزويد هيئة السوق المالية بالتقارير المالية الدورية خلال الفترة المحددة للنشر؛
 - في الحالات التي تتطلبها سلامة التعامل، والتي يعود تقديرها إلى هيئة السوق المالية وإدارة السوق بما يكفل حقوق المساهمين والمستثمرين؛
 - عدم التزام الشركة بالأنظمة والتعليمات المطبّقة من قبل الجهة المشرفة، وعدم التزامها بشروط ومتطلبات القيد والإفصاح المعتمدة؛
 - في حالة قيام الشركة بممارسة أنشطة تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية مثل صناعة أو بيع الخمر، القمار، الملاهي والإقراض الربوي، أو أنّ عائد الورقة يكون على أساس الربا لا على أساس الربح⁽¹⁾.
- ويتعيّن على السوق المالية الإسلامية تطبيق إجراءات التعليق والشطب والإلغاء حسب كل حالة على حدا، وبما تراه في مصلحة السوق والمستثمرين، فبعض الحالات تتطلّب مثلاً: توجيه إنذار للشركة ثم يتبعه فرض غرامة مالية حتى تصل العقوبة إلى نقل أسهم الشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية، وفي حالات هامّة جدّاً تتعلّق بالإفصاح ووجود أخبار هامّة عن الشركة أو ممارستها لنشاط محظور، فيتطلّب الأمر إيقاف التداول بأسهم الشركة لفترة محدّدة حتى يتم الإفصاح عن المعلومة أو تطهير نشاط الشركة ثم يُعاد التداول بأسهمها مرّة أخرى.

(1) - عبد العزيز الربيعي، مرجع سابق.

المبحث الثالث:

التجارب العملية لإنشاء سوق مالية إسلامية

لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمّة وإيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نُظّر لها وتؤدي دورها التمويلي والتنموي مثلها مثل نظيرتها التقليدية، تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزءًا مهمًا من النظام المالي الماليزي، بالإضافة إلى البحرين التي قامت وبالتعاون مع أطراف عديدة بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية التي تهتم بتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، بالإضافة أيضًا إلى إمارة دبي التي قامت بتحويل سوقها المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

ولتوضيح أهم هذه المحاولات والتجارب القائمة، يتم التطرّق للعناصر التالية:

- المطلب الأول: تجربة ماليزيا في إنشاء السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثاني: تجربة البحرين في إنشاء السوق المالية الإسلامية؛
- المطلب الثالث: تجربة دبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: تجربة ماليزيا في إنشاء السوق المالية الإسلامية

يتكوّن سوق رأس المال في ماليزيا من سوقين أساسيين: سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً: سوق رأس المال الماليزي؛
- ثانياً: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

أولاً: سوق رأس المال الماليزي

يشمل سوق رأس المال الماليزي السوق المنظم بما فيه البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات، كما يضم أيضاً السوق غير المنظم خاصة سوق السندات.

1 - مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي: تعود بداية صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا إلى أواخر القرن التاسع عشر، وذلك بظهور الشركات البريطانية المتخصصة في الصناعات المطاطية والقصديرية، ليتم بعدها وفي سنة 1930 تأسيس جمعية سماسرة بورصة سنغافورة، كجمعية منظّمة ورسمية تختص في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سماسرة بورصة ماليزيا سنة 1937.

ويرجع ظهور سوق رأس المال الماليزي إلى سنة 1960، وتطوّر تدريجياً مع مرور الوقت، لكن تطوّره كان ملحوظ وملفت خاصة في أوائل الثمانينات، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد احتياجات القطاع العام، الذي كان يُعد قطاعاً أساسياً ومهماً لتطوير الاقتصاد الماليزي والنهوض به، غير أنّ الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام ينصب على كلا القطاعين: العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزي، ليتم إصدار أول سندات من القطاع الخاص سنة 1980، وتوالى وتزايد بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية.

وما ساهم أكثر في تطوير سوق رأس المال الماليزي، هو تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993، وتعتبر الجهة الوحيدة التي تنفرد بتنظيم وترخيص جميع إصدارات الأوراق المالية بنوعيتها التقليدي والإسلامي، وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات وسوق السندات، وبذلك أصبح سوق رأس المال الماليزي مصدراً رئيساً للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأسمالي لكلا

القطاعين، يوفر فرص وأشكال الاقتراض المتنوعة خاصة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما يساهم في تطوير مختلف القطاعات الصناعية والاقتصادية الماليزية.

2 - أقسام سوق رأس المال الماليزي: ينقسم سوق رأس المال في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسية:

أ- سوق الملكية: هو السوق الذي تتوفر فيه المنتجات والخدمات التي تتعلق ببيع وشراء أدوات الملكية كألسهم، ووثائق صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة التقليدية والإسلامية، ولهذا الغرض أنشئت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة سنة 1973، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التالية:

- الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة؛
- وحدات استثمار للعقار؛
- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة*؛
- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة**.

ب- سوق السندات: هي عبارة عن السوق غير المنظمة ويتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويتم إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات بنوعيتها التقليدي والإسلامي، خاصة معاملات تداول السندات وتسويتها، ويخضع هذا النظام لرقابة وإشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولاً عن السوق الثانوية للسندات، في حين تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية لسوق السندات.

ج- سوق المشتقات: لقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، وأول أدوات المشتقات التي تم تداولها هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، وعقود المستقبلات للمطاط وعقود المستقبلات للتصدير، وبعدها عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام التي تعتبر من أنشط العقود المستقبلية ويستمر التداول بها لغاية الآن في بورصة المشتقات الماليزية.

* تمنح حاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من أسهم شركة معينة في فترة محددة وبسعر معين.

** تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، في فترة محددة وبسعر محدد لحماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

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

3- هيئة الأوراق المالية الماليزية: 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: **هيئة الأوراق المالية الماليزية**، التي تعتبر الجهة الرقابية العليا والوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية، أنشئت سنة 1993، تتمثل أهم وظائفها في ما يلي:

أ. القيام بتسجيل نشرة الاكتتاب لكل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية؛

ب. السماح بإصدار سندات الشركات؛

ج. الرقابة والإشراف على كل ما يتعلق بالأوراق المالية والعقود الآجلة؛

د. تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات؛

هـ. الرقابة والإشراف على صناديق الاستثمار؛

و. منح الترخيص، والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم؛

ز. الإشراف على المبادلات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

وبغض النظر عن كافة المهام التنظيمية الموكلة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، فضلاً عن حماية المستثمرين، فالهيئة ملزمة أيضاً بتشجيع تنمية سوق الأوراق المالية وسوق المشتقات في ماليزيا.

ثانياً: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءاً مهماً من النظام المالي الماليزي، له خصائصه ووظائفه وأقسامه التي تميزه:

1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يُقصد به السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، وأن يكون السوق موافقاً لأحكام الشريعة الإسلامية يعني:

أ. خلوه من الفائدة أو الربا؛

ب. خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر؛

ج. خلوه من الميسر أو نحوه؛

د. تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعاً⁽¹⁾.

وعرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرّمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر وما شابه ذلك.

وتعود البداية الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي إلى أوائل التسعينيات، حيث قامت شركة شيل أم دي إس الخاصة المحدودة بإصدار أولى الصكوك الإسلامية في السوق المحلي سنة 1990، ثمّ توالى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، ممّا أدّى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي واتساعه، وبعدها تمّ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

2- الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: لضمان التزام كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، فهي تخضع لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصّصين في فقه المعاملات المالية الإسلامية.

ولذلك، ولإضفاء المصداقية والتأكيد على التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 بإنشاء قسم سوق المال الإسلامي، التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمساندة الهيئة ومعاونتها في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن ضمن صلاحيات هذا القسم التأكد من جميع العروض والتقديمات التي قدّمها المنسق القائي (Principal adviser)، وللقسم أن يقرّر بجميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية خصوصاً في كل المعاملات التي تتعلّق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

كما تمّ تأسيس اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، والتي حلّ محلّها المجلس الاستشاري الشرعي سنة 1996 ليمارس مهام ومسؤوليات أوسع وأشمل من اللجنة السابقة، يتشكّل أعضاؤه من أفراد مؤهلين لديهم خبرة واسعة في تطبيق الشريعة ولاسيما في مجالات الاقتصاد والتمويل الإسلامي.

(1) - محمد نور الدين غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008، ص: 13.

(2) - محمد أكرم لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، ص: 03.

أ- دور المجلس الاستشاري الشرعي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي: يساهم المجلس مساهمة كبيرة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي والنهوض به، وذلك من خلال:

- تيسير وسائل تطوير وتنظيم الأدوات المالية الجديدة؛
- إزالة الشبهة وغرس الثقة في نفوس المتعاملين من خلال نشر القرارات الشرعية؛
- إجراء مناقشات دورية مع المتعاملين ومديري السوق المالية والخبراء الشرعيين والأخذ برأيهم للتمكن من إصدار القرار الصائب والمناسب؛
- المشاركة في المؤتمرات والندوات الدولية، لغرض التوعية ونشر كل المعلومات التي تتعلق بالأسواق المالية الإسلامية في ماليزيا ومدى تطورها؛
- تحدد بورصة ماليزيا قائمة الأوراق المالية التي سيتم قبولها وإدراجها بها، والتي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية بناءً على المعايير التي وضعها المجلس الاستشاري الشرعي⁽¹⁾.

ب- معايير المجلس الاستشاري الشرعي لتقييم الأوراق المالية الإسلامية: تتمثل المعايير التي وضعها المجلس الاستشاري الشرعي لتقييم حالة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في خلو أنشطة الشركات من أحد العناصر التالية:

- الخدمات المالية التي تكون على أساس الربا (الفائدة)؛
 - القمار والميسر؛
 - تصنيع أو بيع المنتجات التي لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - التأمين التقليدي؛
 - الأنشطة الترفيهية الغير مسموح بها والغير موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - تصنيع أو بيع التبغ والسجائر أو المنتجات ذات الصلة؛
 - المتاجرة في الأوراق المالية غير الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.
- كما يأخذ في الاعتبار أيضاً نسبة الإيرادات من الفوائد التي تلقتها الشركة من الودائع الثابتة التقليدية أو غيرها من الصكوك بفائدة مالية.

(1) - محمد أكرم لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، ص: 23.

وقد تمّ إصدار قائمة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة التي سيتم إدراجها والمعتمدة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي، والتي دخلت حيّز التنفيذ في ديسمبر 2012، وقد بيّنت أنّ هناك 817 ورقة مالية متوافقة للشريعة الإسلامية، تشكّل 89 ٪ من مجموع الأوراق المالية المدرجة والبالغ عددها 942 ورقة مدرجة في بورصة ماليزيا⁽¹⁾، والجدير بالذكر أنّ الاستثمار في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا يقتصر على المستثمرين المسلمين فقط، بل على كل المستثمرين مهما كانت ديانتهم، لأنّ الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة هي جزء من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

3- خصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يمتاز سوق رأس المال الإسلامي بالخصائص التالية:

أ. يخضع سوق رأس المال الماليزي لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي الذي يزود المجلس بكل المعلومات التي تخص السوق، باعتباره مسؤولاً عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق؛

ب. خلو كافة عمليات ومعاملات سوق رأس المال الماليزي من كل المحظورات الشرعية كالربا، القمار..

ج. التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أجازها وسمح بإصدارها وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي؛

د. الخضوع لرقابة وإشراف الجهات المختلفة المعنية لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية طالما أنّها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية.

4 - أقسام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يتكوّن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من:

أ- الأسهم العادية: ويقصد بها أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية؛

جدول رقم(04): الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2011- 2012)

ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية*
817	839	■ عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة

923	946	■ إجمالي الأسهم المدرجة
%89	%89	■ نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المتداولة
942	806	■ القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة (مليار رينجيت)
1466	1285	■ إجمالي القيمة السوقية الكلية (مليار رينجيت)
%64	%63	■ نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة إلى إجمالي القيمة السوقية الكلية

* يتم الإعلان عن قائمة الأوراق المالية الإسلامية مرتين في السنة (ماي/ نوفمبر)

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يتّضح من خلال الجدول أعلاه، أنّ هناك 817 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال سنة 2012، وهو ما يمثّل 89% من مجموع الأوراق المالية المدرجة بقيمة سوقية بلغت حوالي 942 مليار رينجيت أي ما يمثّل 64% من إجمالي رسملة السوق، وذلك مقارنةً مع 839 شركة تمثّل حوالي 89% وبقيمة سوقية تقدر بـ 806 مليار رينجيت، ونسبة 63% من الأوراق المالية المدرجة في سنة 2011، وبالتالي فإنّ الأسهم المتوافقة مع الشريعة والمدرجة حالياً في بورصة ماليزيا تمثّل حوالي ثلثي القيمة السوقية في ماليزيا، وهي بذلك تُعدّ وتُتنوّع الخيارات أمام المستثمرين للوصول إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة في جميع القطاعات المتنوّعة لمحاظ استثمارية أوسع وأعمق.

ب-صناديق الاستثمار الإسلامية: هي عبارة عن صناديق تتولّى جميع المدخرات من المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في الشركات التي يجيزها المجلس الاستشاري الشرعي، وتكون وفق الأساليب والصيغ الإسلامية، ويُدار الصندوق حسب المبادئ الشرعية ويستثمر في الأسهم والصكوك والأدوات المالية الإسلامية فقط، كالتوظيف مثلاً في صناديق أسهم الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، صناديق الصكوك الإسلامية...

جدول رقم(05): صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	عدد الصناديق المعتمدة
169	164	الصناديق الاستثمارية الإسلامية
589	587	الإجمالي
القيمة الصافية للأصول (مليار رينجيت)		
35	28	الصناديق الاستثمارية الإسلامية
295	249	الإجمالي
%12	%11	النسبة إلى الإجمالي

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يُلاحظ من الجدول أعلاه أنّ صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطوّر مستمر، فبعد أن كان عددها في ديسمبر 2011 حوالي 164 صندوق وصافي قيمة أصولها حوالي 28 مليار رينجيت ماليزي، ارتفع عددها إلى 169 صندوق وبأصول قيمتها 35 مليار رينجيت سنة 2012.

ج - 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، ممّا يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوّعة والمدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكله هذه الصناديق لصغار المستثمرين بتملّك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة.

جدول رقم(06): صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية	03	03
الإجمالي	15	16
القيمة السوقية (مليار رينجيت)		
صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية	02,9	03,5
الإجمالي	16,3	24,6
النسبة إلى الإجمالي	%17,8	%14,2

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يُتضح من خلال الجدول أنّ رسملة السوق لصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية قد ارتفعت من 2,9 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 03,5 مليار رينجيت سنة 2012، كما أنّ صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية وخلال نفس الفترة قد قدّمت عوائد بين 15 إلى 20 %، ويرجع السبب في تزايد ونمو عدد الصناديق إلى أنّ الحكومة الماليزية قد قدّمت حوافز وضرائب مواتية ونظام تنظيمي وتصديق خاص للمستثمرين الأجانب.

د - صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية: هي صناديق مدرجة تتكوّن من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة، وتهدف هذه الصناديق إلى تتبع حركة "المؤشر الإسلامي".

جدول رقم(07): صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012

صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية	01	01
الإجمالي	05	05
القيمة الصافية للأصول (مليار رينجيت)		
صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية	0.411	0.293
الإجمالي	01.03	0.923
النسبة إلى الإجمالي	39,9%	31,7%

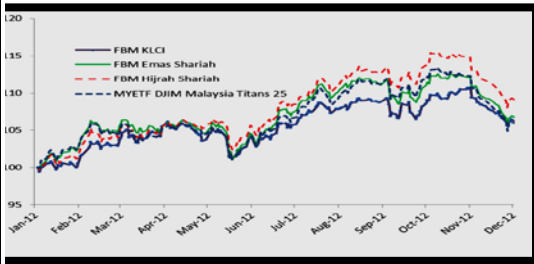
❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يلاحظ من الجدول أعلاه، أنه ومن ضمن 05 صناديق مؤشرات متداولة في البورصة الماليزية يوجد وحتى ديسمبر 2012 صندوق واحد متوافق وأحكام الشريعة، يبلغ صافي قيمة أصوله حوالي 0.3 مليار رينجيت ماليزي، تمثل 31,7% من إجمالي صافي قيمة أصول صناديق المؤشرات المدرجة بالبورصة الماليزية.

هـ - مؤشر الشريعة: لقد تمّ تشكيل مؤشّر الشريعة للوقوف على أداء الأسهم الإسلامية المتوافقة مع الشريعة والمدرجة بالبورصة الماليزية، حيث أنّ أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية متوافقة وأحكام الشريعة حسب المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد أُطلق مؤشّر الشريعة كوالالمبور سنة 1999، وهو يقيس حركة أسعار جميع أسهم الشركات الإسلامية المدرجة بالبورصة الماليزية. ويمكن توضيح أداء مؤشّر كوالالمبور ومؤشرات البورصة الماليزية الشرعية على أساس المعيار العالمي كما يلي:

جدول رقم (08): أداء مؤشر الشريعة ومؤشّر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012)

المؤشرات الماليزية	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	نسبة التغير
KL Composite Index (KLCI)	1,688,95	1,530,73	%10
FBM EMAS Shariah	11,520.73	10,300.29	%12
FBM Hijrah Shariah	12,674,93	11,022.63	%15
DJIM Malaysia Titans 25	944,11	883,19	%13



المصدر: - هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، متوفر على: www.sc.com.my/

لقد صُمّمت هذه المؤشرات لتلبية مطالب المستثمرين المحليين والأجانب، الذين يرغبون ويسعون للاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة، فهي بمثابة مؤشر لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، وعمومًا فقد سجّل سوق رأس المال الماليزي الأداء الأعلى في سنة 2012، حيث بلغ الحجم الكلي 2.5 تريليون رنجيت ماليزي، بزيادة بنسبة 16.4% مقارنة مع 2.1 تريليون رنجيت ماليزي في سنة

2011، ويرجع أعلى مستوى من الأداء إلى النمو ما بين 14.1% و 22.6% من جميع قطاعات السوق، بما في ذلك أسواق رأس المال الإسلامية التي ارتفعت بنسبة 22.6% إلى 1.4 تريليون رنجيت، كما حافظت ماليزيا على مكانتها كرائدة في سوق الصكوك الإسلامية.

و- الصكوك الإسلامية: يقصد بها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة، ويمكن تصنيفها باعتبار الجهة التي أصدرتها إلى:

و-1- الصكوك الحكومية الإسلامية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومة الماليزية، للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية، وتخضع هذه الصكوك لرقابة المصرف المركزي الماليزي؛

و-2- الصكوك الإسلامية للشركات: هي عبارة عن الصكوك التي تصدرها الشركات الماليزية الخاصة، وتصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، الاستصناع، المضاربة، المشاركة، المراجعة، الإجارة، وتخضع هذه الصكوك لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

جدول رقم (09): الصكوك المصدرة والمدرجة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

الصكوك المصدرة (مليار رنجيت)	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
عدد إصدارات الصكوك	44	41
حجم الصكوك المصدرة	78,9	71,1
حجم السندات المصدرة	112	103,3
نسبة الصكوك إلى إجمالي السندات	70,4%	68,8%
عدد الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا	19	20
قيمة وحجم الصكوك المدرجة	28,5	33,7

❖ **المصدر:** — بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

تجدر الإشارة إلى أنّ ماليزيا تتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمتها سنة 2012 أكثر من 71 مليار رنجيت تمثل أكثر من 68% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً، وقد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نمواً مطرداً سنوياً بنسبة بلغت نحو 22% تشكّل نحو 28% من حجم تداولات صناعة التمويل والصيرفة الإسلامية في ماليزيا، كما ارتفعت حصة الصكوك الإسلامية في سوق السندات من 14.5% سنة 2000 إلى نحو 68,8% من إجمالي السندات المستحقة نهاية سنة 2012، ويعود إقبال المستثمرين محلياً ودولياً على سوق الصكوك الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية، ممّا جعلها رائداً في هذا المجال، حيث لا تزال تستحوذ على أكثر من

ثلثي تداولات هذه السوق على مستوى العالم، حيث ارتفعت قيمة الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية من 28,5 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 33,7 مليار رينجيت سنة 2012، ولعلّ ما يميز ماليزيا عن غيرها هو سلاسة وسهولة إجراءات الإدراج مقارنةً بالدول الأخرى، فالصكوك المدرجة لا تقتصر على الشركات المحلية فحسب بل حتى الأجنبية القادمة من خارج الحدود الماليزية.

ي- الوسطاء والخدمات: من أهم أقسام الوسطاء والخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي:

ي-1- السمسرة: يقوم السمسرة بدور هام في إدارة وتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، ومن أهم خدماتهم تزويد البائعين والمشتريين بالمعلومات اللازمة، والقيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المدرجة نيابةً عنهم، ويوجد العديد من شركات السمسرة الإسلامية في ماليزيا بالإضافة إلى بعض نوافذ السمسرة الإسلامية التابعة لشركات السمسرة التقليدية.

ي-2- إدارة الاستثمار: ويقصد بها إدارة محفظة الأوراق المالية من قبل شركات معيّنة تتوافر فيها صفات وميزات معيّنة وذلك نيابة عن عملائها، مثل شركات صناديق الاستثمار الإسلامي؛

ي-3- الرقابة الشرعية: تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث يخضع للرقابة الشرعية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتعاون في ذلك مع قسم سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأدوات المالية الإسلامية وتحليلها.

وبالإضافة إلى كل ذلك، هناك أيضًا «منصة سوق السلع» التي حازت على جوائز عالمية عديدة، وقد صُممت خصيصًا لتيسير إدارة السيولة الإسلامية وعمليات التمويل الإسلامية، حيث تُسهّم منصة «سوق السلع» في تسهيل تنفيذ صفقات المراجحة والتورق بطريقة متوافقة مع الشريعة، فهي تركز على منتج زيت النخيل من أجل التداول، وقد ساهم تقديم هذا المنتج في تعزيز المكانة العالمية لماليزيا في الصناعة، كما ارتفعت بشكل ملحوظ القيمة الكلية لصفقات السلع لتبلغ نحو 566,3 مليار رينجيت سنة 2012 وذلك مقارنة بـ 298,6 مليار رينجيت سنة 2011.

وبالتالي، فإنّ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا قد ساهم الى حدٍ كبير في تطوير سوق رأس المال العام، ويبقى مصدرًا بديلاً هاماً لزيادة رأس المال كما يُعَدُّ ويُنَوِّع الخيارات الاستثمارية أمام المستثمرين.

المطلب الأول: تجربة ماليزيا في إنشاء السوق المالية الإسلامية

يتكوّن سوق رأس المال في ماليزيا من سوقين أساسيين: سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً: سوق رأس المال الماليزي؛
- ثانياً: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

أولاً: سوق رأس المال الماليزي

يشمل سوق رأس المال الماليزي السوق المنظم بما فيه البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات، كما يضم أيضاً السوق غير المنظم خاصة سوق السندات.

1 - مفهوم ونشأة سوق رأس المال الماليزي: تعود بداية صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا إلى أواخر القرن التاسع عشر، وذلك بظهور الشركات البريطانية المتخصصة في الصناعات المطاطية والقصديرية، ليتم بعدها وفي سنة 1930 تأسيس جمعية سماسرة بورصة سنغافورة، كجمعية منظمة ورسمية تختص في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، والتي أعيد تسجيلها باسم جمعية سماسرة بورصة ماليزيا سنة 1937.

ويرجع ظهور سوق رأس المال الماليزي إلى سنة 1960، وتطور تدريجياً مع مرور الوقت، لكن تطوره كان ملحوظ وملفت خاصة في أوائل الثمانينات، وذلك من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية لغرض سد احتياجات القطاع العام، الذي كان يُعد قطاعاً أساسياً ومهماً لتطوير الاقتصاد الماليزي والنهوض به، غير أنّ الاعتماد والتركيز على القطاع العام لوحده من قبل الحكومة الماليزية لم يدم طويلاً، بل أصبح الاهتمام ينصب على كلا القطاعين: العام والخاص للنهوض بسوق رأس المال الماليزي، ليتم إصدار أول سندات من القطاع الخاص سنة 1980، وتوالى وتزايد بعدها إصدار سندات من الشركات الخاصة الماليزية.

وما ساهم أكثر في تطوير سوق رأس المال الماليزي، هو تأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 1993، وتعتبر الجهة الوحيدة التي تنفرد بتنظيم وترخيص جميع إصدارات الأوراق المالية بنوعيتها التقليدي والإسلامي، وبورصة كوالالمبور للأسهم سنة 1994، بالإضافة إلى سوق المشتقات وسوق السندات، وبذلك أصبح سوق رأس المال الماليزي مصدراً رئيساً للموارد المالية اللازمة لتمويل التكوين الرأسمالي لكلا

القطاعين، يوفر فرص وأشكال الاقتراض المتنوعة خاصة لتمويل المشاريع التنموية متوسطة وطويلة الأجل، مما يساهم في تطوير مختلف القطاعات الصناعية والاقتصادية الماليزية.

2 - أقسام سوق رأس المال الماليزي: ينقسم سوق رأس المال في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسية:

أ- سوق الملكية: هو السوق الذي تتوفر فيه المنتجات والخدمات التي تتعلق ببيع وشراء أدوات الملكية كألسهم، ووثائق صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة التقليدية والإسلامية، ولهذا الغرض أنشئت بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة سنة 1973، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التالية:

- الأسهم العادية؛
- الأسهم الممتازة؛
- وحدات استثمار للعقار؛
- شهادات الشراء من الأسهم الموجودة*؛
- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة**.

ب- سوق السندات: هي عبارة عن السوق غير المنظمة ويتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة، ويتم إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات بنوعيتها التقليدي والإسلامي، خاصة معاملات تداول السندات وتسويتها، ويخضع هذا النظام لرقابة وإشراف المصرف المركزي الماليزي، الذي يعتبر مسؤولاً عن السوق الثانوية للسندات، في حين تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية لسوق السندات.

ج- سوق المشتقات: لقد بدأت سوق المشتقات في ماليزيا بتأسيس بورصة كوالالمبور للسلع سنة 1980، وأول أدوات المشتقات التي تم تداولها هي عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، وعقود المستقبلات للمطاط وعقود المستقبلات للتصدير، وبعدها عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام التي تعتبر من أنشط العقود المستقبلية ويستمر التداول بها لغاية الآن في بورصة المشتقات الماليزية.

* تمنح حاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من أسهم شركة معينة في فترة محددة وبسعر معين.

** تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية، في فترة محددة وبسعر محدد لحماية حقوق المساهمين القدامى في حالة إصدار أسهم جديدة بقيمة أقل من القيمة المتداولة في السوق.

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

3- هيئة الأوراق المالية الماليزية: 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: **هيئة الأوراق المالية الماليزية**، التي تعتبر الجهة الرقابية العليا والوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية، أنشئت سنة 1993، تتمثل أهم وظائفها في ما يلي:

أ. القيام بتسجيل نشرة الاكتتاب لكل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية؛

ب. السماح بإصدار سندات الشركات؛

ج. الرقابة والإشراف على كل ما يتعلق بالأوراق المالية والعقود الآجلة؛

د. تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات؛

هـ. الرقابة والإشراف على صناديق الاستثمار؛

و. منح الترخيص، والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم؛

ز. الإشراف على المبادلات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

وبغض النظر عن كافة المهام التنظيمية الموكلة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، فضلاً عن حماية المستثمرين، فالهيئة ملزمة أيضاً بتشجيع تنمية سوق الأوراق المالية وسوق المشتقات في ماليزيا.

ثانياً: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءاً مهماً من النظام المالي الماليزي، له خصائصه ووظائفه وأقسامه التي تميزه:

1- مفهوم ونشأة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يُقصد به السوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، وأن يكون السوق موافقاً لأحكام الشريعة الإسلامية يعني:

أ. خلوه من الفائدة أو الربا؛

ب. خلوه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر؛

ج. خلوه من الميسر أو نحوه؛

د. تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرمة شرعاً⁽¹⁾.

وعرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاماً تاماً بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرّمة، مثل الربا، المقامرة، الغرر وما شابه ذلك.

وتعود البداية الحقيقية لسوق رأس المال الإسلامي إلى أوائل التسعينيات، حيث قامت شركة شيل أم دي إس الخاصة المحدودة بإصدار أولى الصكوك الإسلامية في السوق المحلي سنة 1990، ثمّ توالى إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، ممّا أدّى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي واتساعه، وبعدها تمّ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا.

2- الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: لضمان التزام كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، فهي تخضع لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصّصين في فقه المعاملات المالية الإسلامية.

ولذلك، ولإضفاء المصداقية والتأكيد على التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية في سنة 1996 بإنشاء قسم سوق المال الإسلامي، التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمساندة الهيئة ومعاونتها في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن ضمن صلاحيات هذا القسم التأكد من جميع العروض والتقديمات التي قدّمها المنسق القائي (Principal adviser)، وللقسم أن يقرّر بجميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية خصوصاً في كل المعاملات التي تتعلّق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية⁽²⁾.

كما تمّ تأسيس اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، والتي حلّ محلّها المجلس الاستشاري الشرعي سنة 1996 ليمارس مهام ومسؤوليات أوسع وأشمل من اللجنة السابقة، يتشكّل أعضاؤه من أفراد مؤهلين لديهم خبرة واسعة في تطبيق الشريعة ولاسيما في مجالات الاقتصاد والتمويل الإسلامي.

(1) - محمد نور الدين غادم، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، ماليزيا، 2008، ص: 13.

(2) - محمد أكرم لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، ص: 03.

أ- دور المجلس الاستشاري الشرعي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي: يساهم المجلس مساهمة كبيرة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي والنهوض به، وذلك من خلال:

- تيسير وسائل تطوير وتنظيم الأدوات المالية الجديدة؛
- إزالة الشبهة وغرس الثقة في نفوس المتعاملين من خلال نشر القرارات الشرعية؛
- إجراء مناقشات دورية مع المتعاملين ومديري السوق المالية والخبراء الشرعيين والأخذ برأيهم للتمكن من إصدار القرار الصائب والمناسب؛
- المشاركة في المؤتمرات والندوات الدولية، لغرض التوعية ونشر كل المعلومات التي تتعلق بالأسواق المالية الإسلامية في ماليزيا ومدى تطورها؛
- تحدد بورصة ماليزيا قائمة الأوراق المالية التي سيتم قبولها وإدراجها بها، والتي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية بناءً على المعايير التي وضعها المجلس الاستشاري الشرعي⁽¹⁾.

ب- معايير المجلس الاستشاري الشرعي لتقييم الأوراق المالية الإسلامية: تتمثل المعايير التي وضعها المجلس الاستشاري الشرعي لتقييم حالة الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في خلو أنشطة الشركات من أحد العناصر التالية:

- الخدمات المالية التي تكون على أساس الربا (الفائدة)؛
 - القمار والميسر؛
 - تصنيع أو بيع المنتجات التي لا تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - التأمين التقليدي؛
 - الأنشطة الترفيهية الغير مسموح بها والغير موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - تصنيع أو بيع التبغ والسجائر أو المنتجات ذات الصلة؛
 - المتاجرة في الأوراق المالية غير الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.
- كما يأخذ في الاعتبار أيضاً نسبة الإيرادات من الفوائد التي تلقتها الشركة من الودائع الثابتة التقليدية أو غيرها من الصكوك بفائدة مالية.

(1) - محمد أكرم لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، ص: 23.

وقد تمّ إصدار قائمة الأوراق المالية المتوافقة وأحكام الشريعة التي سيتم إدراجها والمعتمدة من قبل المجلس الاستشاري الشرعي، والتي دخلت حيّز التنفيذ في ديسمبر 2012، وقد بيّنت أنّ هناك 817 ورقة مالية متوافقة للشريعة الإسلامية، تشكّل 89 ٪ من مجموع الأوراق المالية المدرجة والبالغ عددها 942 ورقة مدرجة في بورصة ماليزيا⁽¹⁾، والجدير بالذكر أنّ الاستثمار في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا يقتصر على المستثمرين المسلمين فقط، بل على كل المستثمرين مهما كانت ديانتهم، لأنّ الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة هي جزء من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

3- خصائص سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يمتاز سوق رأس المال الإسلامي بالخصائص التالية:

أ. يخضع سوق رأس المال الماليزي لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي، وذلك بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي الذي يزوّد المجلس بكل المعلومات التي تخص السوق، باعتباره مسؤولاً عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق؛

ب. خلو كافة عمليات ومعاملات سوق رأس المال الماليزي من كل المحظورات الشرعية كالربا، القمار..

ج. التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أجازها وسمح بإصدارها وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي؛

د. الخضوع لرقابة وإشراف الجهات المختلفة المعنية لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية طالما أنّها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية.

4 - أقسام سوق رأس المال الإسلامي الماليزي: يتكوّن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من:

أ- الأسهم العادية: ويقصد بها أسهم الشركات المدرجة في البورصة الماليزية والتي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية؛

جدول رقم(04): الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2011- 2012)

ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية*
817	839	■ عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة

923	946	■ إجمالي الأسهم المدرجة
%89	%89	■ نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المتداولة
942	806	■ القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة (مليار رينجيت)
1466	1285	■ إجمالي القيمة السوقية الكلية (مليار رينجيت)
%64	%63	■ نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة إلى إجمالي القيمة السوقية الكلية

* يتم الإعلان عن قائمة الأوراق المالية الإسلامية مرتين في السنة (ماي/ نوفمبر)

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يتّضح من خلال الجدول أعلاه، أنّ هناك 817 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال سنة 2012، وهو ما يمثّل 89% من مجموع الأوراق المالية المدرجة بقيمة سوقية بلغت حوالي 942 مليار رينجيت أي ما يمثّل 64% من إجمالي رسملة السوق، وذلك مقارنةً مع 839 شركة تمثّل حوالي 89% وبقيمة سوقية تقدر بـ 806 مليار رينجيت، ونسبة 63% من الأوراق المالية المدرجة في سنة 2011، وبالتالي فإنّ الأسهم المتوافقة مع الشريعة والمدرجة حالياً في بورصة ماليزيا تمثّل حوالي ثلثي القيمة السوقية في ماليزيا، وهي بذلك تُعدّ وتُتنوّع الخيارات أمام المستثمرين للوصول إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة في جميع القطاعات المتنوّعة لمحاظ استثمارية أوسع وأعمق.

ب-صناديق الاستثمار الإسلامية: هي عبارة عن صناديق تتولّى تجميع المدخرات من المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في الشركات التي يجيزها المجلس الاستشاري الشرعي، وتكون وفق الأساليب والصيغ الإسلامية، ويُدار الصندوق حسب المبادئ الشرعية ويستثمر في الأسهم والصكوك والأدوات المالية الإسلامية فقط، كالتوظيف مثلاً في صناديق أسهم الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، صناديق الصكوك الإسلامية...

جدول رقم(05): صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	عدد الصناديق المعتمدة
169	164	الصناديق الاستثمارية الإسلامية
589	587	الإجمالي
القيمة الصافية للأصول (مليار رينجيت)		
35	28	الصناديق الاستثمارية الإسلامية
295	249	الإجمالي
%12	%11	النسبة إلى الإجمالي

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يُلاحظ من الجدول أعلاه أنّ صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطوّر مستمر، فبعد أن كان عددها في ديسمبر 2011 حوالي 164 صندوق وصافي قيمة أصولها حوالي 28 مليار رينجيت ماليزي، ارتفع عددها إلى 169 صندوق وبأصول قيمتها 35 مليار رينجيت سنة 2012.

ج - 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، ممّا يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوّعة والمدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكله هذه الصناديق لصغار المستثمرين بتملّك حصص صغيرة في المشروعات العقارية العملاقة.

جدول رقم(06): صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية	03	03
الإجمالي	15	16
القيمة السوقية (مليار رينجيت)		
صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية	02,9	03,5
الإجمالي	16,3	24,6
النسبة إلى الإجمالي	%17,8	%14,2

❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يتّضح من خلال الجدول أنّ رسملة السوق لصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية قد ارتفعت من 2,9 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 03,5 مليار رينجيت سنة 2012، كما أنّ صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية وخلال نفس الفترة قد قدّمت عوائد بين 15 إلى 20 %، ويرجع السبب في تزايد ونمو عدد الصناديق إلى أنّ الحكومة الماليزية قد قدّمت حوافز وضرائب مواتية ونظام تنظيمي وتصديق خاص للمستثمرين الأجانب.

د - صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية: هي صناديق مدرجة تتكوّن من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة، وتهدف هذه الصناديق إلى تتبع حركة "المؤشر الإسلامي".

جدول رقم(07): صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012

صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية	01	01
الإجمالي	05	05
القيمة الصافية للأصول (مليار رينجيت)		
صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية	0.411	0.293
الإجمالي	01.03	0.923
النسبة إلى الإجمالي	39,9%	31,7%

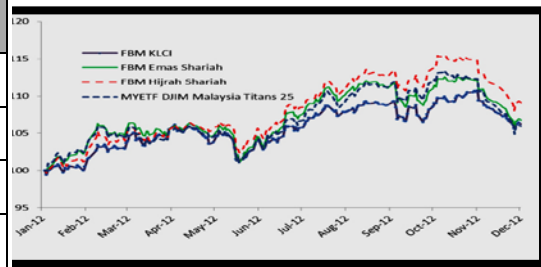
❖ **المصدر:** - بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

يلاحظ من الجدول أعلاه، أنه ومن ضمن 05 صناديق مؤشرات متداولة في البورصة الماليزية يوجد وحتى ديسمبر 2012 صندوق واحد متوافق وأحكام الشريعة، يبلغ صافي قيمة أصوله حوالي 0.3 مليار رينجيت ماليزي، تمثل 31,7% من إجمالي صافي قيمة أصول صناديق المؤشرات المدرجة بالبورصة الماليزية.

هـ - مؤشر الشريعة: لقد تمّ تشكيل مؤشر الشريعة للوقوف على أداء الأسهم الإسلامية المتوافقة مع الشريعة والمدرجة بالبورصة الماليزية، حيث أنّ أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية متوافقة وأحكام الشريعة حسب المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد أُطلق مؤشر الشريعة كوالالمبور سنة 1999، وهو يقيس حركة أسعار جميع أسهم الشركات الإسلامية المدرجة بالبورصة الماليزية. ويمكن توضيح أداء مؤشر كوالالمبور ومؤشرات البورصة الماليزية الشرعية على أساس المعيار العالمي كما يلي:

جدول رقم (08): أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012)

المؤشرات المالية	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	نسبة التغير
KL Composite Index (KLCI)	1,688,95	1,530,73	%10
FBM EMAS Shariah	11,520.73	10,300.29	%12
FBM Hijrah Shariah	12,674,93	11,022.63	%15
DJIM Malaysia Titans 25	944,11	883,19	%13



المصدر: - هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، متوفر على: www.sc.com.my/

لقد صُمّمت هذه المؤشرات لتلبية مطالب المستثمرين المحليين والأجانب، الذين يرغبون ويسعون للاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة، فهي بمثابة مؤشر لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، وعمومًا فقد سجّل سوق رأس المال الماليزي الأداء الأعلى في سنة 2012، حيث بلغ الحجم الكلي 2.5 تريليون رنجيت ماليزي، بزيادة بنسبة 16.4% مقارنة مع 2.1 تريليون رنجيت ماليزي في سنة

2011، ويرجع أعلى مستوى من الأداء إلى النمو ما بين 14.1% و 22.6% من جميع قطاعات السوق، بما في ذلك أسواق رأس المال الإسلامية التي ارتفعت بنسبة 22.6% إلى 1.4 تريليون رنجيت، كما حافظت ماليزيا على مكانتها كرائدة في سوق الصكوك الإسلامية.

و- الصكوك الإسلامية: يقصد بها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة، ويمكن تصنيفها باعتبار الجهة التي أصدرتها إلى:

و-1- الصكوك الحكومية الإسلامية: هي الصكوك التي تصدرها الحكومة الماليزية، للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية، وتخضع هذه الصكوك لرقابة المصرف المركزي الماليزي؛

و-2- الصكوك الإسلامية للشركات: هي عبارة عن الصكوك التي تصدرها الشركات الماليزية الخاصة، وتصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، الاستصناع، المضاربة، المشاركة، المراجعة، الإجارة، وتخضع هذه الصكوك لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

جدول رقم (09): الصكوك المصدرة والمدرجة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012)

الصكوك المصدرة (مليار رنجيت)	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
عدد إصدارات الصكوك	44	41
حجم الصكوك المصدرة	78,9	71,1
حجم السندات المصدرة	112	103,3
نسبة الصكوك إلى إجمالي السندات	70,4%	68,8%
عدد الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا	19	20
قيمة وحجم الصكوك المدرجة	28,5	33,7

❖ **المصدر:** — بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص: 13، متوفر على الرابط: www.bursamalaysia.com/corporate/

تجدر الإشارة إلى أنّ ماليزيا تتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمتها سنة 2012 أكثر من 71 مليار رنجيت تمثل أكثر من 68% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً، وقد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نمواً مطرداً سنوياً بنسبة بلغت نحو 22% تشكّل نحو 28% من حجم تداولات صناعة التمويل والصيرفة الإسلامية في ماليزيا، كما ارتفعت حصة الصكوك الإسلامية في سوق السندات من 14.5% سنة 2000 إلى نحو 68,8% من إجمالي السندات المستحقة نهاية سنة 2012، ويعود إقبال المستثمرين محلياً ودولياً على سوق الصكوك الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية، ممّا جعلها رائداً في هذا المجال، حيث لا تزال تستحوذ على أكثر من

ثلثي تداولات هذه السوق على مستوى العالم، حيث ارتفعت قيمة الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية من 28,5 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 33,7 مليار رينجيت سنة 2012، ولعلّ ما يميز ماليزيا عن غيرها هو سلاسة وسهولة إجراءات الإدراج مقارنةً بالدول الأخرى، فالصكوك المدرجة لا تقتصر على الشركات المحلية فحسب بل حتى الأجنبية القادمة من خارج الحدود الماليزية.

ي- الوسطاء والخدمات: من أهم أقسام الوسطاء والخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي:

ي-1- السمسرة: يقوم السمسرة بدور هام في إدارة وتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، ومن أهم خدماتهم تزويد البائعين والمشتريين بالمعلومات اللازمة، والقيام بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المدرجة نيابةً عنهم، ويوجد العديد من شركات السمسرة الإسلامية في ماليزيا بالإضافة إلى بعض نوافذ السمسرة الإسلامية التابعة لشركات السمسرة التقليدية.

ي-2- إدارة الاستثمار: ويقصد بها إدارة محفظة الأوراق المالية من قبل شركات معيّنة تتوافر فيها صفات وميزات معيّنة وذلك نيابة عن عملائها، مثل شركات صناديق الاستثمار الإسلامي؛

ي-3- الرقابة الشرعية: تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث يخضع للرقابة الشرعية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتعاون في ذلك مع قسم سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأدوات المالية الإسلامية وتحليلها.

وبالإضافة إلى كل ذلك، هناك أيضاً «منصة سوق السلع» التي حازت على جوائز عالمية عديدة، وقد صُممت خصيصاً لتيسير إدارة السيولة الإسلامية وعمليات التمويل الإسلامية، حيث تُسهّم منصة «سوق السلع» في تسهيل تنفيذ صفقات المراجحة والتورق بطريقة متوافقة مع الشريعة، فهي تركز على منتج زيت النخيل من أجل التداول، وقد ساهم تقديم هذا المنتج في تعزيز المكانة العالمية لماليزيا في الصناعة، كما ارتفعت بشكل ملحوظ القيمة الكلية لصفقات السلع لتبلغ نحو 566,3 مليار رينجيت سنة 2012 وذلك مقارنة بـ 298,6 مليار رينجيت سنة 2011.

وبالتالي، فإنّ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا قد ساهم الى حدٍ كبير في تطوير سوق رأس المال العام، ويبقى مصدراً بديلاً هاماً لزيادة رأس المال كما يُعدّ ويُنوّع الخيارات الاستثمارية أمام المستثمرين.

يتولّى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها 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 لمساعدتها في تأدية مهامها، ونظرًا لأهمية الدور الذي تؤديه السوق المالية الإسلامية، فهي تخضع لرقابة الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي التي تأتي على رأس الهرم في قطاع الأوراق المالية، كما تخضع أيضًا لفتاوى وقرارات وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية التي تتولّى الإشراف على جميع النواحي الشرعية بالسوق.

وهناك العديد من المزايا والمنافع التي تدفع الشركات للدخول إلى السوق المالية الإسلامية وقيد أوراقها المالية بها، والتي يتعيّن عليها مقابل ذلك الالتزام بشروط القيد والإدراج في السوق حتى تكون الأوراق المالية التي تصدرها قابلة للتداول فيها، ويتوقف قبول قيد الأوراق المالية أو شطبها على قرار إدارة السوق وفقًا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة السوق وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.

وتجدر الإشارة إلى أنّ نقطة البدء في عمليات السوق المالية الإسلامية، تكون من خلال الأوامر التي يُصدرها العميل للسّمسار، وتتنوّع هذه الأوامر إلى أنواع عديدة وفقًا لاعتبارات متنوّعة، ويتعيّن على السّمسار أن يلتزم بما جاء في الأوامر ويتقيّد بها، ولذلك فإنّ العمليات التي تتم في السوق المالية الإسلامية لا تُعد صحيحةً إلّا إذا تمّت عن طريق السماسرة المعتمدين من قبل لجنة السوق، والذين تتوافر فيهم كافة الشروط ويلتزمون بكل القواعد والقوانين والإجراءات التي تضعها إدارة السوق، ويحق للسّمسار ومقابل قيامه بتنفيذ أوامر عملائه أن يتقاضى عمولة مقابل ذلك، على أن يكون أمينًا صادقًا مع كل عملائه وأن يتجنّب كل أشكال الكذب والغش والاحتيال والتدليس معهم.

والجدير بالذكر أنّ أسعار الأوراق المالية تتحدّد بتلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت معيّن، ويتم ذلك على أساس قانون العرض والطلب الذي يتأثر بدوره بجملة من العوامل الأخرى، غير أنّه وفي أوقات معيّنة يمكن تعيين حد أعلى وأدنى لأسعار الأوراق المالية لغرض تجنّب حدوث فروق حادّة في الأسعار، وهناك العديد من الطرق والتقنيات المتّبعة لتحديد أسعار الأوراق المالية، وغالبًا ما يتم التمييز بين التسعير المستمر والتسعير الدوري الذي من أهم أنواعه: التسعير بالنداء، التسعير بالمقارنة، التسعير بالصندوق..

الفصل الثالث: دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية

حالة سوق الكويت للأوراق المالية

تُعد الأسهم المشروعة التي تُصدرها الشركات ذات النشاط الحلال والغرض المباح، من أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية وأكثرها شيوعاً بين عموم المستثمرين بهذه السوق، بغض النظر عن إمكاناتهم المادية وثقافتهم الاستثمارية، كما أنّها تشكل في الوقت ذاته أهم أدوات تمويل رأس المال في شركات المساهمة الإسلامية، حيث يعتبر وجود هذه الأسهم وجوداً لهذه الشركات، ذلك أنّها تشكل حصصاً شائعة في رأس مالها.

وسيتّم التطرق إلى حقيقة الأسهم الإسلامية ومدى مساهمتها في تطوير الأسواق المالية من خلال المباحث التالية :

■ المبحث الأول : خصائص وأدوار الأسهم؛

■ المبحث الثاني : خصائص إصدار وتداول الأسهم؛

■ المبحث الثالث : دور أسهم الشركات الإسلامية في تطوير

سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسهم

تتفق الأسهم الإسلامية مع نظيرتها التقليدية من حيث طبيعتها وحقيقتها وجوهر عملها، إلا أنّها تختلفان في بعض الأمور الأخرى، وللتوضيح أكثر يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : تعريف الأسهم؛
- ثانياً : خصائص الأسهم؛
- ثالثاً : الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها؛
- رابعاً : قيم الأسهم وأحكامها.

أولاً: تعريف الأسهم

لتوضيح مفهوم الأسهم ينبغي التطرق أولاً إلى معناها في اللغة، ومن ثمّ في الاصطلاح كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للسهم: جاء في معجم مقاييس اللغة: السين والهاء والميم، أصلان: يدل

أحدهما على تغيّر في لون، والآخر على: حظ ونصيب وشيء من أشياء⁽¹⁾.

وللسهم في لغة العرب معانٍ كثيرة ومتعدّدة، ترجع جميعها إلى هذين الأصلين، ويُجمع السهم على:

أسهم وسهام وسهمان، يُقال: أسهم بينهم أي أقرع، أسهم له: أعطاه سهمًا أو أكثر⁽²⁾.

أسهم في الشيء: اشترك فيه، ويُطلق السهم على واحد السهام من النبل، والسهم أيضًا مقدار ستة

أذرع في معاملات الناس ومساحاتهم⁽³⁾.

ويُقال أيضًا:

أ. ساهمه مساهمة، وسهامًا: قارعه وغالبه وباراه في الفوز بالسهام؛

ب. وساهمه قاسمه: أخذ سهمًا: أي نصيبًا معه؛

ج. ومنه شركة المساهمة، وساهمه فيه: شارك⁽⁴⁾.

والسهم (في علم الاقتصاد): صك يمثل جزء من رأس مال الشركة يزيد وينقص تبع رواجها.

(1) - أحمد بن فارس بن زكرياء أبو الحسين، "معجم مقاييس اللغة"، مرجع سابق، ص: 111.

(2) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

(3) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 1014.

(4) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

2 - التعريف الاصطلاحي للسهم: لقد عُرف مصطلح السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات

عديدة غير أنّها متقاربة فيما بينها، والحقيقة أنّ السهم في الاصطلاح المالي يُطلق على معنيين اثنين هما:

أ- المعنى الأول: "النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الشركة أو حق المساهم في الشركة" وقد عرف السهم وفقًا لهذا المعنى، بأنّه: "حصة أو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزءًا من رأس مال الشركة، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم ليثبت به حقوقه في الشركة⁽¹⁾. وهو أيضًا: "حصة الشريك في الشركة المتمثلة بواسطة صك يكون قابلاً للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"⁽²⁾.

ب- المعنى الثاني: "الصك الذي يعطي للمساهم إثباتاً لحقه"

وقد عُرف السهم وفقاً لهذا المعنى، بأنّه: "الصك المكتوب والذي يتمثل فيه حق المساهم ويحول له ممارسة الحقوق الناتجة عن هذا الحق"⁽³⁾.

وهو أيضًا: "الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه، لأنّ السهم يعطي لحامله حقوقاً اتجاه الشركة، كما يرتّب عليه التزامات نحوها"⁽⁴⁾.

وعليه، فمؤدّي المعنيين واحد، حيث أنّ السهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يُسمّى كل جزء منها: سهماً، ويُمثّل هذا السهم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية.

ثانياً: خصائص الأسهم

تتميّز الأسهم عمومًا بخصائص كثيرة وعديدة، يمكن توضيح أهمها في ما يلي:

1 - تساوي قيمة الأسهم: يُقصد بتساوي قيمة الأسهم: "تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 265.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 167.

(4) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها في نفس الإصدار، فلا يكون هناك تفاوت في قيمة الأسهم سواء ما طرح منها للاكتتاب العام أو ما اكتتب به المؤسسون⁽¹⁾.

وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الاسمية التي يصدر بها السهم، تاركَةً للعقد أو نظام الشركة مسؤولية تحديد هذه القيمة بين هذين الحدين كما هو الحال في قوانين الشركات في كل من: سوريا، الكويت، قطر، الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾.

ويعني تساوي القيمة الاسمية للأسهم أن تتساوى بالضرورة، الحقوق التي تمنحها الأسهم لحامليها من جهة، والالتزامات والواجبات التي تترتب عليهم من جهة أخرى، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة أو موجوداتها بعد التصفية أو في التصويت أو في تحمّل الالتزامات المترتبة على الشركة.

وعليه فمسؤولية الشركاء المساهمين اتجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها، وهو أمر لا يتعارض مع أحكام الشريعة، إذ أنّ رب المال في شركة المضاربة لا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار المال الذي قدّمه فيها ولا يلتزم بغير ذلك⁽³⁾.

والهدف من جعل الأسهم متساوية القيمة هو:

- أ. تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة؛
- ب. تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين؛
- ج. تنظيم سعر الأسهم في بورصة الأوراق المالية؛
- د. سهولة تجزئة رأس المال الذي يؤدي إلى سهولة الاكتتاب والتداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلّها وتصفيتها⁽⁴⁾.

غير أنّ قاعدة تساوي قيمة الأسهم التي تُستتبع بتساوي حاملها في الحقوق والالتزامات ليست من النظام العام، إذ يجوز للشركة أن تصدر أسهمًا تمنح لحامليها مزايا خاصّة، كنصيب أكبر في الربح أو في القسمة التي تعقب تصفية الشركة، لكنّه ينبغي المساواة بين الأسهم التي تنتمي إلى نوع واحد وإصدار

(1) - عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 15.

(2) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

(3) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 50.

(4) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

واحد⁽¹⁾، حيث يُجيز الفقه الإسلامي أن تتساوى الحصة أو النصيب في رأس مال الشركة أو تتفاضل، حيث لا نصّ فيها يمنع ذلك مادامت إمكانية التفاضل قائمة بعدد الأسهم التي يكتسب فيها الشريك⁽²⁾.

2 - عدم قابلية السّهم للتجزئة: ويعني ذلك أنّ السّهم لا يقبل التجزئة والانقسام، ومالك السهم ينبغي أن يكون شخصاً واحداً في مواجهة الشركة، فلا يجوز أن يتعدّد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فهذه التجزئة بينهم وإن كان صحيحة إلا أنّها لا تُقبل تجاه الشركة⁽³⁾، لأنّه لا يكون أمام الشركة سوى سهمٍ واحد وإن تعدّد مالكوه. ولذلك فإنّ السّهم الواحد لا يُجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق، فالحقوق التي يخولها السّهم بصفته وحدة واحدة لا تتجزأ تبقى لهم جميعاً، فلا يكون لكل شخص منفرد منهم حقوق في الجمعية العامة، بل يتعيّن عليهم أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير، يمثلهم في الهيئات الإدارية للشركة، ويصبح بمثابة الحائز الوحيد للسّهم أمام الشركة وإن كانوا مسؤولين فيما بينهم بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على الشركة⁽⁴⁾.

ويكمن الهدف من عدم تجزئة السّهم إلى:

أ- تسهيل عمل الشركة؛

ب- تسهيل مباشرة الحقوق التي يخولها السّهم لحامليه في الشركة والتي لا يُتصوّر تجزئتها، ك:

- حق التصويت في الجمعية العامة؛

- تسهيل تقدير الأغلبية؛

- تسهيل توزيع الأرباح على المساهمين⁽⁵⁾.

وتُعتبر خاصية عدم قابلية السّهم للتجزئة، جائزة ولا مانع منها شرعاً حفظاً لحقوق المشتركين، فإذا اتّفق الشركاء على ذلك فهو جائز باعتباره شرط لا يبيح محرماً أو يحرم مباحاً.

(1) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، "مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 05.

(2) - أشرف محمد دواية، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، دار السلام، مصر، 2008، ص: 240.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، "الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم -"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26.

(4) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 07.

(5) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 17.

3 - قابلية السّهم للتداول: من أهم مميّزات وخصائص الأسهم أنّها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويُقصد بمبدأ قابلية السّهم للتداول: "إمكانية انتقال ملكية السّهم من شخصٍ لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملكية كالبيع والهبة والوصية والإرث، فبإمكان أي مساهم أن يبيع كل أو بعض ما يملكه من أسهم، بمجرد رغبته في ذلك وإنهاء علاقته بالشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين محله، فيمكنه ذلك دون أخذ إذن خاص من الشركة أو الشركاء وذلك ما لم يكن في نظامها ما يستوجب ذلك"⁽¹⁾.

وتُعتبر قابلية السّهم للتداول بالطرق التجارية، من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة ومن الحقوق الأساسية للمساهم التي لا يجوز حرمانه منها، فإذا تضمّن نظام الشركة نصّاً يقضي بحرمان المساهم من هذا الحق، فإنّ الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، لتصبح ربّما من شركات الأشخاص⁽²⁾، حيث أنّ التداول هو المعيار الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال⁽³⁾.

ثالثاً: الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها

يمنح السّهم لحامله حقوقاً أساسية متلازمة مع السّهم، ويتمنّع بها جميع حملة الأسهم بصفة متساوية، وهي مستمدة لكلٍ منهم بصفته شريك مساهم، وبالتالي فهذه الحقوق لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، لا بنصّ في نظام الشركة ولا بقرارٍ بالأغلبية في الجمعية العامة.

ومن أهم هذه الحقوق الأساسية التي يمنحها السّهم لمالكه بمجرد كونه شريكاً مالِكاً لهذا السّهم وتكون متلازمة مع صفته كشريك ما يلي:

1 - حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة: لمالك السّهم الحق في الحصول على الربح المتحقّق عن نشاط الشركة، لأنّ المساهم يقدّم حصته في رأس مال الشركة بغرض الحصول على الربح، فلا يصح حرمانه من هذا الحق سواء عند توزيع الأرباح المحقّقة أو من الاحتياطي المتكوّن من الاقتطاعات من الأرباح، ولا يحق للشركة أن تجمّد أرباحها في مختلف الاحتياطات إلّا بالقدر الذي ينص عليه نظام الشركة أو تقرّره الجمعية العادية، كي لا يحرم المساهم من نصيبه المفروض من الأرباح المتحقّقة عن نشاط الشركة⁽⁴⁾.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 267.

(2) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 18.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 111.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 73.

وترد على حق المساهم في الحصول على الربح بعض القيود منها:

- أ. ضرورة تجنيب نسبة الاحتياطي القانوني من صافي أرباح الشركة؛
- ب. يمنح نظام الشركات للجمعية العامة حق استقطاع حصّة معيّنة من الأرباح لتكوين ما يُعرف بالاحتياطي الاختياري، غير أنّ هذا الحق لا يُباشَر إلاّ لضرورة تستدعي تكوينه حتى لا يُجرّم المساهم من الربح⁽¹⁾.
- ج. تلتزم الشركة بمنح المساهم الشريك حقه ونصيبه من الربح المتحقّق، وينبغي عليها ألاّ تتصرّف بهذه الأرباح حتى ولو لم يسحبها المساهم مهما طالّت المدة، بل يتعيّن عليها أن تقوم بإيداعها لدى المصرف الإسلامي المتفق عليه⁽²⁾.

2 - حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة: تكمن حقوق المساهم الحامل لأسهم الشركة فيما يتعلّق بإبداء رأيه وتوجيه ومراقبة أعمال ونشاط الشركة، في ما يلي:

- أ- **حق التصويت في الجمعية العمومية:** ومن خلاله يمكن للمساهم أن يشارك في إدارة الشركة وذلك بنسبة ما يملكه من أسهم، غير أنّ بعض الأنظمة تحدّد الحد الأدنى للأسهم الذي يخول لحاملها حضور الجمعية العامة والتصويت فيها، فتقرير حضور الجمعية العامة متروك لتقدير نظام الشركة، وذلك على خلاف الجمعية التأسيسية التي يحق لكل مساهم أن يحضرها ولو كان يحمل سهمًا واحدًا، ويمكن للمساهم أن يمارس حقه في التصويت في الجمعية العمومية إمّا من خلال الحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل⁽³⁾.
- ب- **حق الرقابة على أعمال الشركة:** يمكن للمساهم أن يمارس حقه في مراقبة أعمال ونشاط الشركة من خلال مراجعة ميزانية الشركة، وتقارير مجلس إدارة الشركة وكل الوثائق الأخرى التي تتعلّق بنشاط الشركة، بشرط كتمان أسرارها وعدم عرقلة نشاطها؛
- ج- **حق رفع دعوى المسؤولية:** يُمكن للمساهم الشريك الحامل لأسهم الشركة أن يقوم برفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة، وذلك في حال تعديهم أو تقصيرهم في أداء وظائفهم وأعمالهم الموكلة إليهم، بشرط تقدّم ما يُثبت ذلك؛

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 115.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

د- حق طلب التفتيش على الشركة: يتمثل هذا الحق في إمكانية المساهم طلب الأمر بالتفتيش على الشركة وذلك في حالات الشك والريبة التي تستدعي ذلك، لكن يُشترط لاستعماله ضرورة موافقة عدد من المساهمين يملكون 50% كحد أدنى من أسهم الشركة⁽¹⁾.

3 - حق الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها: من الحقوق التي تخولها الأسهم لمالكيها، حق الحصول على نصيبهم من موجودات الشركة إذا ما تقرّر ذلك، وهم يمتلكون هذا الحق لأنهم ساهموا وقدموا حصتهم في رأس مال الشركة، فإذا صُفّيت الشركة كان حقّه متعلّقاً في موجوداتها لأنّه نماء رأس المال، ويكون هذا الحق بمقدار حصته فيها⁽²⁾.

4- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة: إذا قرّرت الشركة زيادة رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة، فينبغي أن يكون للمساهمين القدامى فيها حق الأولوية في الاكتتاب في هذه الأسهم المصدرة إذا ما أرادوا ذلك، وذلك خلال مدّة معيّنة، ليُفتح المجال بعدها وتُتاح الفرصة للمساهمين الجدد؛

5 - حق التنازل عن الأسهم: يحق للمساهم التنازل عن أسهمه والتصرّف فيها ونقل ملكيتها إلى شخص أو أشخاص آخرين وذلك إمّا بيعها أو منحها كهبة أو غير ذلك، ويُعد باطلاً كل تشريع أو تنظيم يمنع مالك السهم من ممارسة هذا الحق⁽³⁾.

6 - حق البقاء في الشركة: يحق للمساهم البقاء في الشركة، وهو حقّ مرتبط بإرادته ورضاه، فلا يجوز إلزامه بالبقاء فيها، كما لا يجوز فصله منها ونزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاماً⁽⁴⁾.

رابعاً: قيم الأسهم وأحكامها

السّهم هو النصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة، وهو يتمثّل في صك يُعطى للمساهم لكي يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الشركة، ولهذا السّهم عدة قيم يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

1 - القيمة الاسمية: هي القيمة التي تُحدّد للسّهم عند إنشاء الشركة، وتُدوّن في شهادة السّهم التي تُعطى للشريك الذي يدفعها سداداً لاشتراكه في رأس مال الشركة، فمن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 116.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 118.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

يتكوّن رأس مال الشركة، وتحدّد هذه النسبة وفقاً للقوانين العامة أو الخاصة بكل شركة، وتحدّد أغلب الدول في قوانينها القيمة الاسمية للسهم، فمثلاً حدّدها قانون الشركات العراقي والأردني بـ: 01 دينار كقيمة اسمية للسهم الواحد، وتستخدم القيمة الاسمية لغرض تحديد نسبة الربح الموزّع على المساهمين حملة الأسهم العادية⁽¹⁾.

وعلى الرغم من أنّ القيمة الاسمية للسهم يحدّدها عقد التأسيس، إلّا أنّه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمّى "اشتقاق الأسهم" الذي يعطي للمستثمر حق الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

وإصدار الأسهم بهذه القيمة لا مانع منه شرعاً، لأنّ هذه القيمة تعكس في الواقع حصة الشريك في رأس مال الشركة، والصك الذي سجّلت عليه هذه القيمة يكون بمثابة وثيقة لإثبات المشاركة بهذا القدر، ولذلك ينبغي أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به الشريك فعلاً في رأس المال، لأنّ الأرباح توزّع بناءً على القيمة الاسمية للأسهم، فيحدّد بها ما يستحقه كل مساهم من الأرباح⁽²⁾.

2 - قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وتحدّد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم، ويتم طرحها وبيعها وفق هذه القيمة، ويطلق الإصدار على معنيين:
أ- المعنى الأول: يُطلق الإصدار على نسبة محدّدة مثلاً 05 % ممّا يُدفع للأسهم، تتطلبها الشركة عند تأسيسها لمصاريف الإصدار الإدارية والحكومية والدعاية وغيرها.

وبالتالي، فالقيمة الإصدارية هي القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها مصاريف وعلاوة الإصدار، فالشركة التي تُصدر الأسهم الاسمية غالباً ما تُضيف إلى قيمة السهم مصاريف أخرى إضافية، مثل العلاوات ونفقات الدعاية والإعلان، حتى تبقى الأسهم صافية لرأس مال الشركة⁽³⁾.

وعليه، إذا بيع السهم بقيمته الاسمية المعلن عنها مضافاً إليها المصروفات من نفقات تحتاجها الشركة، هو أمر جائز شرعاً، إذ لا يوجد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم⁽⁴⁾.

(1) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 250.

(2) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 09.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 35.

(4) - محمد عبد الفتاح النشار، "الأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، مصر،

2006، ص: 101.

ب- المعنى الثاني: يُقصد بها الأسهم التي تُصدرها الشركة عندما تُريد زيادة رأس مالها لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى منها وقد تكون أحياناً أقل من القيمة الاسمية ترغيباً للمساهمين في شرائها⁽¹⁾.

غير أنّ إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية غير جائز شرعاً، وذلك للأسباب التالية:

- أنّ الأسهم الإصدارية تتساوى مع الأسهم الاسمية في اقتسام الأرباح، واستحقاق الربح إنّما يكون بالمال أو العمل أو الضمان، والزيادة التي يتقاضاها صاحب السهم الإصداري، لا يقابلها لا مال ولا عمل ولا ضمان؛

- أنّ إصدار الأسهم بهذه القيمة فيه إضرار بالمساهمين الأوائل الذين دفعوا القيمة الاسمية كاملة، ومع ذلك يتساوون في الربح مع من دفع قيمة أقل، ولذلك لا تجيز معظم الأنظمة أن تكون القيمة الإصدارية أقل من القيمة الاسمية⁽²⁾.

3 - القيمة الحقيقية: هي الحصة أو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها، وذلك عن طريق إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية.

فهذه القيمة تشمل جميع أموال الشركة من رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد تنزيل ديونها، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة ولكنها تختلف بعد ذلك بحسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها، ولذلك فهي تختلف عنها إمّا زيادةً أو نقصاناً وذلك بحسب ما تحقّقه الشركة من ربح أو خسارة، فإذا حققت الشركة ربحاً ونمت أعمالها وأموالها، فإنّ القيمة الحقيقية تزيد عن القيمة الاسمية، أمّا إذا خسرت الشركة فإنّ القيمة الحقيقية ستقل عن القيمة الاسمية، أمّا إذا لم تحقق الشركة لا ربحاً ولا خسارة فستتبادل القيمة الحقيقية مع القيمة الاسمية⁽³⁾.

وعليه، تعتبر القيمة الحقيقية أمر جائز شرعاً، لأنّ الشركة تتعرّض للربح والخسارة، فهي عبارة عن المؤشر الحقيقي لأرباح الشركة أو خسارتها، وهذا أمر مطلوب لمعرفة أرباح الشركة أو خسارتها.

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 231.

(2) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 55.

(3) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 11.

4 - القيمة السوقية: هي قيمة السّهم في سوق الأوراق المالية، وهي قيمة متغيّرة بحسب ظروف العرض والطلب التي تخضع بدورها للعديد من العوامل من أهمها:

- أ. سلامة المركز المالي للشركة ونجاحها في أعمالها وقدرتها على التطوير والتوسّع؛
- ب. الأرباح الموزّعة في نهاية السنة، فكلّما ازداد ربح السّهم كلّما ازداد الطلب عليه وارتفع سعره؛
- ج. خطة الشركة وتوجهاتها المستقبلية؛
- د. المضاربات على الصعود أو النزول وتوقّعات المضاربين؛
- هـ. ظروف الاقتصاد الوطني من رواج أو كساد، ممّا ينعكس إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم؛
- و. الظروف والأزمات المالية والسياسية⁽¹⁾.

وتداول الأسهم بالقيمة السّوقية أمرٌ لا غبار عليه شرعاً، إذ يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، فهي كالسلعة تختلف قيمتها بحسب العرض والطلب وكذلك بحسب المركز المالي للشركة وموجوداتها ونجاحها، ولصاحب السّهم الحق في بيع ماله حسب أسعار السوق، بل هو المطلوب لدقة تحديد السعر به⁽²⁾.

(1) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 47.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 102.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسهم

تتفق الأسهم الإسلامية مع نظيرتها التقليدية من حيث طبيعتها وحقيقتها وجوهر عملها، إلا أنّها تختلفان في بعض الأمور الأخرى، وللتوضيح أكثر يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : تعريف الأسهم؛
- ثانياً : خصائص الأسهم؛
- ثالثاً : الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها؛
- رابعاً : قيم الأسهم وأحكامها.

أولاً: تعريف الأسهم

لتوضيح مفهوم الأسهم ينبغي التطرق أولاً إلى معناها في اللغة، ومن ثمّ في الاصطلاح كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للسهم: جاء في معجم مقاييس اللغة: السين والهاء والميم، أصلان: يدل

أحدهما على تغيّر في لون، والآخر على: حظ ونصيب وشيء من أشياء⁽¹⁾.

وللسهم في لغة العرب معانٍ كثيرة ومتعدّدة، ترجع جميعها إلى هذين الأصلين، ويُجمع السهم على:

أسهم وسهام وسهمان، يُقال: أسهم بينهم أي أقرع، أسهم له: أعطاه سهماً أو أكثر⁽²⁾.

أسهم في الشيء: اشترك فيه، ويُطلق السهم على واحد السهام من النبل، والسهم أيضاً مقدار ستة

أذرع في معاملات الناس ومساحاتهم⁽³⁾.

ويُقال أيضاً:

أ. ساهمه مساهمة، وسهاماً: قارعه وغالبه وباراه في الفوز بالسهام؛

ب. وساهمه قاسمه: أخذ سهماً: أي نصيباً معه؛

ج. ومنه شركة المساهمة، وساهمه فيه: شارك⁽⁴⁾.

والسهم (في علم الاقتصاد): صك يمثل جزء من رأس مال الشركة يزيد وينقص تبع رواجها.

(1) - أحمد بن فارس بن زكرياء أبو الحسين، "معجم مقاييس اللغة"، مرجع سابق، ص: 111.

(2) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

(3) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 1014.

(4) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

2 - التعريف الاصطلاحي للسهم: لقد عُرف مصطلح السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات

عديدة غير أنّها متقاربة فيما بينها، والحقيقة أنّ السهم في الاصطلاح المالي يُطلق على معنيين اثنين هما:

أ- المعنى الأول: "النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الشركة أو حق المساهم في الشركة" وقد عرف السهم وفقًا لهذا المعنى، بأنّه: "حصة أو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزءًا من رأس مال الشركة، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم ليثبت به حقوقه في الشركة⁽¹⁾. وهو أيضًا: "حصة الشريك في الشركة المتمثلة بواسطة صك يكون قابلاً للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"⁽²⁾.

ب- المعنى الثاني: "الصك الذي يعطي للمساهم إثباتاً لحقه"

وقد عُرف السهم وفقاً لهذا المعنى، بأنّه: "الصك المكتوب والذي يتمثل فيه حق المساهم ويحول له ممارسة الحقوق الناتجة عن هذا الحق"⁽³⁾.

وهو أيضًا: "الصك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه، لأنّ السهم يعطي لحامله حقوقاً اتجاه الشركة، كما يرتّب عليه التزامات نحوها"⁽⁴⁾.

وعليه، فمؤدّي المعنيين واحد، حيث أنّ السهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يُسمّى كل جزء منها: سهماً، ويُمثّل هذا السهم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية.

ثانياً: خصائص الأسهم

تتميّز الأسهم عمومًا بخصائص كثيرة وعديدة، يمكن توضيح أهمها في ما يلي:

1 - تساوي قيمة الأسهم: يُقصد بتساوي قيمة الأسهم: "تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 265.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 167.

(4) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها في نفس الإصدار، فلا يكون هناك تفاوت في قيمة الأسهم سواء ما طرح منها للاكتتاب العام أو ما اكتتب به المؤسسون⁽¹⁾.

وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الاسمية التي يصدر بها السهم، تاركَةً للعقد أو نظام الشركة مسؤولية تحديد هذه القيمة بين هذين الحدين كما هو الحال في قوانين الشركات في كل من: سوريا، الكويت، قطر، الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾.

ويعني تساوي القيمة الاسمية للأسهم أن تتساوى بالضرورة، الحقوق التي تمنحها الأسهم لحامليها من جهة، والالتزامات والواجبات التي تترتب عليهم من جهة أخرى، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة أو موجوداتها بعد التصفية أو في التصويت أو في تحمّل الالتزامات المترتبة على الشركة.

وعليه فمسؤولية الشركاء المساهمين اتجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها، وهو أمر لا يتعارض مع أحكام الشريعة، إذ أنّ رب المال في شركة المضاربة لا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار المال الذي قدّمه فيها ولا يلتزم بغير ذلك⁽³⁾.

والهدف من جعل الأسهم متساوية القيمة هو:

- أ. تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة؛
- ب. تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين؛
- ج. تنظيم سعر الأسهم في بورصة الأوراق المالية؛
- د. سهولة تجزئة رأس المال الذي يؤدي إلى سهولة الاكتتاب والتداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلّها وتصفيتها⁽⁴⁾.

غير أنّ قاعدة تساوي قيمة الأسهم التي تُستَبَع بتساوي حامليها في الحقوق والالتزامات ليست من النظام العام، إذ يجوز للشركة أن تصدر أسهمًا تمنح لحامليها مزايا خاصّة، كنصيب أكبر في الربح أو في القسمة التي تعقب تصفية الشركة، لكنّه ينبغي المساواة بين الأسهم التي تنتمي إلى نوع واحد وإصدار

(1) - عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 15.

(2) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

(3) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 50.

(4) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

واحد⁽¹⁾، حيث يُجيز الفقه الإسلامي أن تتساوى الحصة أو النصيب في رأس مال الشركة أو تتفاضل، حيث لا نصّ فيها يمنع ذلك مادامت إمكانية التفاضل قائمة بعدد الأسهم التي يكتب فيها الشريك⁽²⁾.

2 - عدم قابلية السّهم للتجزئة: ويعني ذلك أنّ السّهم لا يقبل التجزئة والانقسام، ومالك السهم ينبغي أن يكون شخصاً واحداً في مواجهة الشركة، فلا يجوز أن يتعدّد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فهذه التجزئة بينهم وإن كان صحيحة إلا أنّها لا تُقبل تجاه الشركة⁽³⁾، لأنّه لا يكون أمام الشركة سوى سهمٍ واحد وإن تعدّد مالكوه.

ولذلك فإنّ السّهم الواحد لا يُجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق، فالحقوق التي يخولها السّهم بصفته وحدة واحدة لا تتجزأ تبقى لهم جميعاً، فلا يكون لكل شخص منفرد منهم حقوق في الجمعية العامة، بل يتعيّن عليهم أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير، يمثلهم في الهيئات الإدارية للشركة، ويصبح بمثابة الحائز الوحيد للسّهم أمام الشركة وإن كانوا مسؤولين فيما بينهم بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على الشركة⁽⁴⁾.

ويكمن الهدف من عدم تجزئة السّهم إلى:

أ- تسهيل عمل الشركة؛

ب- تسهيل مباشرة الحقوق التي يخولها السّهم لحامليه في الشركة والتي لا يُتصوّر تجزئتها، ك:

- حق التصويت في الجمعية العامة؛

- تسهيل تقدير الأغلبية؛

- تسهيل توزيع الأرباح على المساهمين⁽⁵⁾.

وتُعتبر خاصية عدم قابلية السّهم للتجزئة، جائزة ولا مانع منها شرعاً حفظاً لحقوق المشتركين، فإذا اتفق الشركاء على ذلك فهو جائز باعتباره شرط لا يبيح محرماً أو يحرم مباحاً.

(1) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، "مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 05.

(2) - أشرف محمد دواية، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، دار السلام، مصر، 2008، ص: 240.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، "الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم -"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26.

(4) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 07.

(5) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 17.

3 - قابلية السّهم للتداول: من أهم مميّزات وخصائص الأسهم أنّها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويُقصد بمبدأ قابلية السّهم للتداول: "إمكانية انتقال ملكية السّهم من شخصٍ لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملكية كالبيع والهبة والوصية والإرث، فبإمكان أي مساهم أن يبيع كل أو بعض ما يملكه من أسهم، بمجرد رغبته في ذلك وإنهاء علاقته بالشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين محله، فيمكنه ذلك دون أخذ إذن خاص من الشركة أو الشركاء وذلك ما لم يكن في نظامها ما يستوجب ذلك"⁽¹⁾.

وتُعتبر قابلية السّهم للتداول بالطرق التجارية، من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة ومن الحقوق الأساسية للمساهم التي لا يجوز حرمانه منها، فإذا تضمّن نظام الشركة نصّاً يقضي بحرمان المساهم من هذا الحق، فإنّ الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، لتصبح ربّما من شركات الأشخاص⁽²⁾، حيث أنّ التداول هو المعيار الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال⁽³⁾.

ثالثاً: الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها

يمنح السّهم لحامله حقوقاً أساسية متلازمة مع السّهم، ويتمتع بها جميع حملة الأسهم بصفة متساوية، وهي مستمدة لكلٍ منهم بصفته شريك مساهم، وبالتالي فهذه الحقوق لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، لا بنصّ في نظام الشركة ولا بقرارٍ بالأغلبية في الجمعية العامة.

ومن أهم هذه الحقوق الأساسية التي يمنحها السّهم لمالكه بمجرد كونه شريكاً مالِكاً لهذا السّهم وتكون متلازمة مع صفته كشريك ما يلي:

1 - حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة: لمالك السّهم الحق في الحصول على الربح المتحقّق عن نشاط الشركة، لأنّ المساهم يقدّم حصته في رأس مال الشركة بغرض الحصول على الربح، فلا يصح حرمانه من هذا الحق سواء عند توزيع الأرباح المحقّقة أو من الاحتياطي المتكوّن من الاقتطاعات من الأرباح، ولا يحق للشركة أن تجمّد أرباحها في مختلف الاحتياطات إلّا بالقدر الذي ينص عليه نظام الشركة أو تقرّره الجمعية العادية، كي لا يحرم المساهم من نصيبه المفروض من الأرباح المتحقّقة عن نشاط الشركة⁽⁴⁾.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 267.

(2) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 18.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 111.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 73.

وترد على حق المساهم في الحصول على الربح بعض القيود منها:

- أ. ضرورة تجنيب نسبة الاحتياطي القانوني من صافي أرباح الشركة؛
- ب. يمنح نظام الشركات للجمعية العامة حق استقطاع حصّة معيّنة من الأرباح لتكوين ما يُعرف بالاحتياطي الاختياري، غير أنّ هذا الحق لا يُباشَر إلاّ لضرورة تستدعي تكوينه حتى لا يُجرَم المساهم من الربح⁽¹⁾.
- ج. تلتزم الشركة بمنح المساهم الشريك حقه ونصيبه من الربح المتحقّق، وينبغي عليها ألاّ تتصرّف بهذه الأرباح حتى ولو لم يسحبها المساهم مهما طالّت المدة، بل يتعيّن عليها أن تقوم بإيداعها لدى المصرف الإسلامي المتفق عليه⁽²⁾.

2 - حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة: تكمن حقوق المساهم الحامل لأسهم الشركة فيما يتعلّق بإبداء رأيه وتوجيه ومراقبة أعمال ونشاط الشركة، في ما يلي:

- أ- **حق التصويت في الجمعية العمومية:** ومن خلاله يمكن للمساهم أن يشارك في إدارة الشركة وذلك بنسبة ما يملكه من أسهم، غير أنّ بعض الأنظمة تحدّد الحد الأدنى للأسهم الذي يخول لحاملها حضور الجمعية العامة والتصويت فيها، فتقرير حضور الجمعية العامة متروك لتقدير نظام الشركة، وذلك على خلاف الجمعية التأسيسية التي يحق لكل مساهم أن يحضرها ولو كان يحمل سهمًا واحدًا، ويمكن للمساهم أن يمارس حقه في التصويت في الجمعية العمومية إمّا من خلال الحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل⁽³⁾.
- ب- **حق الرقابة على أعمال الشركة:** يمكن للمساهم أن يمارس حقه في مراقبة أعمال ونشاط الشركة من خلال مراجعة ميزانية الشركة، وتقارير مجلس إدارة الشركة وكل الوثائق الأخرى التي تتعلّق بنشاط الشركة، بشرط كتمان أسرارها وعدم عرقلة نشاطها؛
- ج- **حق رفع دعوى المسؤولية:** يُمكن للمساهم الشريك الحامل لأسهم الشركة أن يقوم برفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة، وذلك في حال تعديهم أو تقصيرهم في أداء وظائفهم وأعمالهم الموكلة إليهم، بشرط تقدّم ما يثبت ذلك؛

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 115.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

د- حق طلب التفتيش على الشركة: يتمثل هذا الحق في إمكانية المساهم طلب الأمر بالتفتيش على الشركة وذلك في حالات الشك والريبة التي تستدعي ذلك، لكن يُشترط لاستعماله ضرورة موافقة عدد من المساهمين يملكون 50% كحد أدنى من أسهم الشركة⁽¹⁾.

3 - حق الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها: من الحقوق التي تخولها الأسهم لمالكيها، حق الحصول على نصيبهم من موجودات الشركة إذا ما تقرّر ذلك، وهم يمتلكون هذا الحق لأنهم ساهموا وقدموا حصتهم في رأس مال الشركة، فإذا صُفّيت الشركة كان حقّه متعلّقاً في موجوداتها لأنّه نماء رأس المال، ويكون هذا الحق بمقدار حصته فيها⁽²⁾.

4- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة: إذا قرّرت الشركة زيادة رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة، فينبغي أن يكون للمساهمين القدامى فيها حق الأولوية في الاكتتاب في هذه الأسهم المصدرة إذا ما أرادوا ذلك، وذلك خلال مدّة معيّنة، ليُفتح المجال بعدها وتُتاح الفرصة للمساهمين الجدد؛

5 - حق التنازل عن الأسهم: يحق للمساهم التنازل عن أسهمه والتصرّف فيها ونقل ملكيتها إلى شخص أو أشخاص آخرين وذلك إمّا بيعها أو منحها كهبة أو غير ذلك، ويُعد باطلاً كل تشريع أو تنظيم يمنع مالك السهم من ممارسة هذا الحق⁽³⁾.

6 - حق البقاء في الشركة: يحق للمساهم البقاء في الشركة، وهو حقّ مرتبط بإرادته ورضاه، فلا يجوز إلزامه بالبقاء فيها، كما لا يجوز فصله منها ونزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاماً⁽⁴⁾.

رابعاً: قيم الأسهم وأحكامها

السّهم هو النصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة، وهو يتمثّل في صك يُعطى للمساهم لكي يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الشركة، ولهذا السّهم عدة قيم يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

1 - القيمة الاسمية: هي القيمة التي تُحدّد للسّهم عند إنشاء الشركة، وتُدوّن في شهادة السّهم التي تُعطى للشريك الذي يدفعها سداداً لاشتراكه في رأس مال الشركة، فمن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 116.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 118.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

يتكوّن رأس مال الشركة، وتحدّد هذه النسبة وفقاً للقوانين العامة أو الخاصة بكل شركة، وتحدّد أغلب الدول في قوانينها القيمة الاسمية للسهم، فمثلاً حدّدها قانون الشركات العراقي والأردني بـ 01 دينار كقيمة اسمية للسهم الواحد، وتستخدم القيمة الاسمية لغرض تحديد نسبة الربح الموزّع على المساهمين حملة الأسهم العادية⁽¹⁾.

وعلى الرغم من أنّ القيمة الاسمية للسهم يحدّدها عقد التأسيس، إلّا أنّه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمّى "اشتقاق الأسهم" الذي يعطي للمستثمر حق الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

وإصدار الأسهم بهذه القيمة لا مانع منه شرعاً، لأنّ هذه القيمة تعكس في الواقع حصة الشريك في رأس مال الشركة، والصك الذي سُجّلت عليه هذه القيمة يكون بمثابة وثيقة لإثبات المشاركة بهذا القدر، ولذلك ينبغي أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به الشريك فعلاً في رأس المال، لأنّ الأرباح توزّع بناءً على القيمة الاسمية للأسهم، فيحدّد بها ما يستحقه كل مساهم من الأرباح⁽²⁾.

2 - قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وتحدّد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم، ويتم طرحها وبيعها وفق هذه القيمة، ويُطلق الإصدار على معنيين:

أ- المعنى الأول: يُطلق الإصدار على نسبة محدّدة مثلاً 05 % ممّا يُدفع للأسهم، تتطلبها الشركة عند تأسيسها لمصاريف الإصدار الإدارية والحكومية والدعاية وغيرها.

وبالتالي، فالقيمة الإصدارية هي القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها مصاريف وعلاوة الإصدار، فالشركة التي تُصدر الأسهم الاسمية غالباً ما تُضيف إلى قيمة السهم مصاريف أخرى إضافية، مثل العلاوات ونفقات الدعاية والإعلان، حتى تبقى الأسهم صافية لرأس مال الشركة⁽³⁾.

وعليه، إذا بيع السهم بقيمته الاسمية المعلن عنها مضافاً إليها المصروفات من نفقات تحتاجها الشركة، هو أمر جائز شرعاً، إذ لا يوجد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم⁽⁴⁾.

(1) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 250.

(2) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 09.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 35.

(4) - محمد عبد الفتاح النشار، "الأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، مصر،

2006، ص: 101.

ب- المعنى الثاني: يُقصد بها الأسهم التي تُصدرها الشركة عندما تُريد زيادة رأس مالها لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى منها وقد تكون أحياناً أقل من القيمة الاسمية ترغيباً للمساهمين في شرائها⁽¹⁾.

غير أنّ إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية غير جائز شرعاً، وذلك للأسباب التالية:

- أنّ الأسهم الإصدارية تتساوى مع الأسهم الاسمية في اقتسام الأرباح، واستحقاق الربح إنّما يكون بالمال أو العمل أو الضمان، والزيادة التي يتقاضاها صاحب السهم الإصداري، لا يقابلها لا مال ولا عمل ولا ضمان؛

- أنّ إصدار الأسهم بهذه القيمة فيه إضرار بالمساهمين الأوائل الذين دفعوا القيمة الاسمية كاملة، ومع ذلك يتساوون في الربح مع من دفع قيمة أقل، ولذلك لا تجيز معظم الأنظمة أن تكون القيمة الإصدارية أقل من القيمة الاسمية⁽²⁾.

3 - القيمة الحقيقية: هي الحصة أو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها، وذلك عن طريق إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية.

فهذه القيمة تشمل جميع أموال الشركة من رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد تنزيل ديونها، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة ولكنها تختلف بعد ذلك بحسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها، ولذلك فهي تختلف عنها إمّا زيادةً أو نقصاناً وذلك بحسب ما تحقّقه الشركة من ربح أو خسارة، فإذا حققت الشركة ربحاً ونمت أعمالها وأموالها، فإنّ القيمة الحقيقية تزيد عن القيمة الاسمية، أمّا إذا خسرت الشركة فإنّ القيمة الحقيقية ستقل عن القيمة الاسمية، أمّا إذا لم تحقّق الشركة لا ربحاً ولا خسارة فستتبادل القيمة الحقيقية مع القيمة الاسمية⁽³⁾.

وعليه، تعتبر القيمة الحقيقية أمر جائز شرعاً، لأنّ الشركة تتعرّض للربح والخسارة، فهي عبارة عن المؤشر الحقيقي لأرباح الشركة أو خسارتها، وهذا أمر مطلوب لمعرفة أرباح الشركة أو خسارتها.

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 231.

(2) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 55.

(3) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 11.

4 - القيمة السوقية: هي قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، وهي قيمة متغيرة بحسب ظروف العرض والطلب التي تخضع بدورها للعديد من العوامل من أهمها:

- أ. سلامة المركز المالي للشركة ونجاحها في أعمالها وقدرتها على التطوير والتوسع؛
- ب. الأرباح الموزعة في نهاية السنة، فكلما ازداد ربح السهم كلما ازداد الطلب عليه وارتفع سعره؛
- ج. خطة الشركة وتوجهاتها المستقبلية؛
- د. المضاربات على الصعود أو النزول وتوقعات المضاربين؛
- هـ. ظروف الاقتصاد الوطني من رواج أو كساد، مما ينعكس إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم؛
- و. الظروف والأزمات المالية والسياسية⁽¹⁾.

وتداول الأسهم بالقيمة السوقية أمر لا غبار عليه شرعاً، إذ يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، فهي كالسلعة تختلف قيمتها بحسب العرض والطلب وكذلك بحسب المركز المالي للشركة وموجوداتها ونجاحها، ولصاحب السهم الحق في بيع ماله حسب أسعار السوق، بل هو المطلوب لدقة تحديد السعر به⁽²⁾.

(1) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 47.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 102.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسهم

تتفق الأسهم الإسلامية مع نظيرتها التقليدية من حيث طبيعتها وحقيقتها وجوهر عملها، إلا أنّها تختلفان في بعض الأمور الأخرى، وللتوضيح أكثر يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً: تعريف الأسهم؛
- ثانياً: خصائص الأسهم؛
- ثالثاً: الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها؛
- رابعاً: قيم الأسهم وأحكامها.

أولاً: تعريف الأسهم

لتوضيح مفهوم الأسهم ينبغي التطرق أولاً إلى معناها في اللغة، ومن ثمّ في الاصطلاح كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للسهم: جاء في معجم مقاييس اللغة: السين والهاء والميم، أصلان: يدل

أحدهما على تغيّر في لون، والآخر على: حظ ونصيب وشيء من أشياء⁽¹⁾.

وللسهم في لغة العرب معانٍ كثيرة ومتعدّدة، ترجع جميعها إلى هذين الأصلين، ويُجمع السهم على:

أسهم وسهام وسهمان، يُقال: أسهم بينهم أي أقرع، أسهم له: أعطاه سهماً أو أكثر⁽²⁾.

أسهم في الشيء: اشترك فيه، ويُطلق السهم على واحد السهام من النبل، والسهم أيضاً مقدار ستة

أذرع في معاملات الناس ومساحاتهم⁽³⁾.

ويُقال أيضاً:

أ. ساهمه مساهمة، وسهاماً: قارعه وغالبه وباراه في الفوز بالسهام؛

ب. وساهمه قاسمه: أخذ سهماً: أي نصيباً معه؛

ج. ومنه شركة المساهمة، وساهمه فيه: شارك⁽⁴⁾.

والسهم (في علم الاقتصاد): صك يمثل جزء من رأس مال الشركة يزيد وينقص تبع رواجها.

(1) - أحمد بن فارس بن زكرياء أبو الحسين، "معجم مقاييس اللغة"، مرجع سابق، ص: 111.

(2) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

(3) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 1014.

(4) - مجمع اللغة العربية، "المعجم الوسيط"، مرجع سابق، ص: 459.

2 - التعريف الاصطلاحي للسهم: لقد عُرف مصطلح السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات

عديدة غير أنّها متقاربة فيما بينها، والحقيقة أنّ السهم في الاصطلاح المالي يُطلق على معنيين اثنين هما:

أ- المعنى الأول: "النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الشركة أو حق المساهم في الشركة" وقد عرف السهم وفقًا لهذا المعنى، بأنّه: "حصة أو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزءًا من رأس مال الشركة، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم ليثبت به حقوقه في الشركة⁽¹⁾. وهو أيضًا: "حصة الشريك في الشركة المتمثلة بواسطة صك يكون قابلاً للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"⁽²⁾.

ب- المعنى الثاني: "الصك الذي يعطى للمساهم إثباتاً لحقه"

وقد عُرف السهم وفقاً لهذا المعنى، بأنّه: "الصك المكتوب والذي يتمثل فيه حق المساهم ويحول له ممارسة الحقوق الناتجة عن هذا الحق"⁽³⁾.

وهو أيضًا: "الصك أو الوثيقة التي تعطى للمساهم إثباتاً لحقه، لأنّ السهم يعطى لحامله حقوقاً اتجاه الشركة، كما يرتّب عليه التزامات نحوها"⁽⁴⁾.

وعليه، فمؤدّي المعنيين واحد، حيث أنّ السهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يُسمّى كل جزء منها: سهماً، ويُمثّل هذا السهم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية.

ثانياً: خصائص الأسهم

تتميّز الأسهم عمومًا بخصائص كثيرة وعديدة، يمكن توضيح أهمها في ما يلي:

1 - تساوي قيمة الأسهم: يُقصد بتساوي قيمة الأسهم: "تساوي القيمة الاسمية للأسهم ذات

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

(2) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 265.

(3) - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 167.

(4) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 30.

الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها في نفس الإصدار، فلا يكون هناك تفاوت في قيمة الأسهم سواء ما طرح منها للاكتتاب العام أو ما اكتتب به المؤسسون⁽¹⁾.

وقد وضعت بعض القوانين التجارية حداً أعلى وحداً أدنى للقيمة الاسمية التي يصدر بها السهم، تاركَةً للعقد أو نظام الشركة مسؤولية تحديد هذه القيمة بين هذين الحدين كما هو الحال في قوانين الشركات في كل من: سوريا، الكويت، قطر، الإمارات العربية المتحدة⁽²⁾.

ويعني تساوي القيمة الاسمية للأسهم أن تتساوى بالضرورة، الحقوق التي تمنحها الأسهم لحامليها من جهة، والالتزامات والواجبات التي تترتب عليهم من جهة أخرى، سواء من حيث توزيع أرباح الشركة أو موجوداتها بعد التصفية أو في التصويت أو في تحمّل الالتزامات المترتبة على الشركة.

وعليه فمسؤولية الشركاء المساهمين اتجاه التزامات الشركة محدودة بقيمة الأسهم التي يمتلكونها، وهو أمر لا يتعارض مع أحكام الشريعة، إذ أنّ رب المال في شركة المضاربة لا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار المال الذي قدّمه فيها ولا يلتزم بغير ذلك⁽³⁾.

والهدف من جعل الأسهم متساوية القيمة هو:

- أ. تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة؛
- ب. تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين؛
- ج. تنظيم سعر الأسهم في بورصة الأوراق المالية؛
- د. سهولة تجزئة رأس المال الذي يؤدي إلى سهولة الاكتتاب والتداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلّها وتصفيتها⁽⁴⁾.

غير أنّ قاعدة تساوي قيمة الأسهم التي تُستتبع بتساوي حامليها في الحقوق والالتزامات ليست من النظام العام، إذ يجوز للشركة أن تصدر أسهمًا تمنح لحامليها مزايا خاصّة، كنصيب أكبر في الربح أو في القسمة التي تعقب تصفية الشركة، لكنّه ينبغي المساواة بين الأسهم التي تنتمي إلى نوع واحد وإصدار

(1) - عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 15.

(2) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

(3) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 50.

(4) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 73.

واحد⁽¹⁾، حيث يُجيز الفقه الإسلامي أن تتساوى الحصة أو النصيب في رأس مال الشركة أو تتفاضل، حيث لا نصّ فيها يمنع ذلك مادامت إمكانية التفاضل قائمة بعدد الأسهم التي يكتسب فيها الشريك⁽²⁾.

2 - عدم قابلية السّهم للتجزئة: ويعني ذلك أنّ السّهم لا يقبل التجزئة والانقسام، ومالك السهم ينبغي أن يكون شخصاً واحداً في مواجهة الشركة، فلا يجوز أن يتعدّد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فهذه التجزئة بينهم وإن كان صحيحة إلا أنّها لا تُقبل تجاه الشركة⁽³⁾، لأنّه لا يكون أمام الشركة سوى سهمٍ واحد وإن تعدّد مالكوه.

ولذلك فإنّ السّهم الواحد لا يُجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق، فالحقوق التي يخولها السّهم بصفته وحدة واحدة لا تتجزأ تبقى لهم جميعاً، فلا يكون لكل شخص منفرد منهم حقوق في الجمعية العامة، بل يتعيّن عليهم أن يختاروا شخصاً واحداً من بينهم أو من الغير، يمثلهم في الهيئات الإدارية للشركة، ويصبح بمثابة الحائز الوحيد للسّهم أمام الشركة وإن كانوا مسؤولين فيما بينهم بالتضامن عن الالتزامات المترتبة على الشركة⁽⁴⁾.

ويكمن الهدف من عدم تجزئة السّهم إلى:

أ- تسهيل عمل الشركة؛

ب- تسهيل مباشرة الحقوق التي يخولها السّهم لحامليه في الشركة والتي لا يُتصوّر تجزئتها، ك:

- حق التصويت في الجمعية العامة؛

- تسهيل تقدير الأغلبية؛

- تسهيل توزيع الأرباح على المساهمين⁽⁵⁾.

وتُعتبر خاصية عدم قابلية السّهم للتجزئة، جائزة ولا مانع منها شرعاً حفظاً لحقوق المشتركين، فإذا اتّفق الشركاء على ذلك فهو جائز باعتباره شرط لا يبيح محرماً أو يحرم مباحاً.

(1) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، "مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة: دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 05.

(2) - أشرف محمد دواية، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، دار السلام، مصر، 2008، ص: 240.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، "الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم -"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26.

(4) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 07.

(5) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 17.

3 - قابلية السّهم للتداول: من أهم مميّزات وخصائص الأسهم أنّها صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويُقصد بمبدأ قابلية السّهم للتداول: "إمكانية انتقال ملكية السّهم من شخصٍ لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملكية كالبيع والهبة والوصية والإرث، فبإمكان أي مساهم أن يبيع كل أو بعض ما يملكه من أسهم، بمجرد رغبته في ذلك وإنهاء علاقته بالشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين محله، فيمكنه ذلك دون أخذ إذن خاص من الشركة أو الشركاء وذلك ما لم يكن في نظامها ما يستوجب ذلك"⁽¹⁾.

وتُعتبر قابلية السّهم للتداول بالطرق التجارية، من الخصائص الجوهرية في الشركات المساهمة ومن الحقوق الأساسية للمساهم التي لا يجوز حرمانه منها، فإذا تضمّن نظام الشركة نصّاً يقضي بحرمان المساهم من هذا الحق، فإنّ الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، لتصبح ربّما من شركات الأشخاص⁽²⁾، حيث أنّ التداول هو المعيار الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال⁽³⁾.

ثالثاً: الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها

يمنح السّهم لحامله حقوقاً أساسية متلازمة مع السّهم، ويتمتع بها جميع حملة الأسهم بصفة متساوية، وهي مستمدة لكلٍ منهم بصفته شريك مساهم، وبالتالي فهذه الحقوق لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، لا بنصّ في نظام الشركة ولا بقرارٍ بالأغلبية في الجمعية العامة.

ومن أهم هذه الحقوق الأساسية التي يمنحها السّهم لمالكه بمجرد كونه شريكاً مالِكاً لهذا السّهم وتكون متلازمة مع صفته كشريك ما يلي:

1 - حق الحصول على نصيبه من أرباح الشركة: لمالك السّهم الحق في الحصول على الربح المتحقّق عن نشاط الشركة، لأنّ المساهم يقدّم حصته في رأس مال الشركة بغرض الحصول على الربح، فلا يصح حرمانه من هذا الحق سواء عند توزيع الأرباح المحقّقة أو من الاحتياطي المتكوّن من الاقتطاعات من الأرباح، ولا يحق للشركة أن تجمّد أرباحها في مختلف الاحتياطات إلّا بالقدر الذي ينص عليه نظام الشركة أو تقرّره الجمعية العادية، كي لا يحرم المساهم من نصيبه المفروض من الأرباح المتحقّقة عن نشاط الشركة⁽⁴⁾.

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص: 267.

(2) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 18.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 111.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامهما في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 73.

وترد على حق المساهم في الحصول على الربح بعض القيود منها:

- أ. ضرورة تجنيب نسبة الاحتياطي القانوني من صافي أرباح الشركة؛
- ب. يمنح نظام الشركات للجمعية العامة حق استقطاع حصّة معيّنة من الأرباح لتكوين ما يُعرف بالاحتياطي الاختياري، غير أنّ هذا الحق لا يُباشَر إلاّ لضرورة تستدعي تكوينه حتى لا يُجرَم المساهم من الربح⁽¹⁾.
- ج. تلتزم الشركة بمنح المساهم الشريك حقه ونصيبه من الربح المتحقّق، وينبغي عليها ألاّ تتصرّف بهذه الأرباح حتى ولو لم يسحبها المساهم مهما طالّت المدة، بل يتعيّن عليها أن تقوم بإيداعها لدى المصرف الإسلامي المتفق عليه⁽²⁾.

2 - حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة: تكمن حقوق المساهم الحامل لأسهم الشركة فيما يتعلّق بإبداء رأيه وتوجيه ومراقبة أعمال ونشاط الشركة، في ما يلي:

- أ- **حق التصويت في الجمعية العمومية:** ومن خلاله يمكن للمساهم أن يشارك في إدارة الشركة وذلك بنسبة ما يملكه من أسهم، غير أنّ بعض الأنظمة تحدّد الحد الأدنى للأسهم الذي يخول لحاملها حضور الجمعية العامة والتصويت فيها، فتقرير حضور الجمعية العامة متروك لتقدير نظام الشركة، وذلك على خلاف الجمعية التأسيسية التي يحق لكل مساهم أن يحضرها ولو كان يحمل سهمًا واحدًا، ويمكن للمساهم أن يمارس حقه في التصويت في الجمعية العمومية إمّا من خلال الحضور الفعلي أو بالبريد أو بالتوكيل⁽³⁾.
- ب- **حق الرقابة على أعمال الشركة:** يمكن للمساهم أن يمارس حقه في مراقبة أعمال ونشاط الشركة من خلال مراجعة ميزانية الشركة، وتقارير مجلس إدارة الشركة وكل الوثائق الأخرى التي تتعلّق بنشاط الشركة، بشرط كتمان أسرارها وعدم عرقلة نشاطها؛
- ج- **حق رفع دعوى المسؤولية:** يُمكن للمساهم الشريك الحامل لأسهم الشركة أن يقوم برفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة، وذلك في حال تعديهم أو تقصيرهم في أداء وظائفهم وأعمالهم الموكلة إليهم، بشرط تقدّم ما يُثبت ذلك؛

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 115.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

د- حق طلب التفتيش على الشركة: يتمثل هذا الحق في إمكانية المساهم طلب الأمر بالتفتيش على الشركة وذلك في حالات الشك والريبة التي تستدعي ذلك، لكن يُشترط لاستعماله ضرورة موافقة عدد من المساهمين يملكون 50% كحد أدنى من أسهم الشركة⁽¹⁾.

3 - حق الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها: من الحقوق التي تخولها الأسهم لمالكيها، حق الحصول على نصيبهم من موجودات الشركة إذا ما تقرّر ذلك، وهم يمتلكون هذا الحق لأنهم ساهموا وقدموا حصتهم في رأس مال الشركة، فإذا صُفّيت الشركة كان حقّه متعلّقاً في موجوداتها لأنّه نماء رأس المال، ويكون هذا الحق بمقدار حصته فيها⁽²⁾.

4- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة: إذا قرّرت الشركة زيادة رأس مالها من خلال طرح أسهم جديدة، فينبغي أن يكون للمساهمين القدامى فيها حق الأولوية في الاكتتاب في هذه الأسهم المصدرة إذا ما أرادوا ذلك، وذلك خلال مدّة معيّنة، ليُفتح المجال بعدها وتُتاح الفرصة للمساهمين الجدد؛

5 - حق التنازل عن الأسهم: يحق للمساهم التنازل عن أسهمه والتصرّف فيها ونقل ملكيتها إلى شخص أو أشخاص آخرين وذلك إمّا بيعها أو منحها كهبة أو غير ذلك، ويُعد باطلاً كل تشريع أو تنظيم يمنع مالك السهم من ممارسة هذا الحق⁽³⁾.

6 - حق البقاء في الشركة: يحق للمساهم البقاء في الشركة، وهو حقّ مرتبط بإرادته ورضاه، فلا يجوز إلزامه بالبقاء فيها، كما لا يجوز فصله منها ونزع ملكيته لأسهمه دون ارتكابه ما يستوجب ذلك نظاماً⁽⁴⁾.

رابعاً: قيم الأسهم وأحكامها

السّهم هو النصيب الذي يشترك به المساهم في الشركة، وهو يتمثّل في صك يُعطى للمساهم لكي يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الشركة، ولهذا السّهم عدة قيم يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

1 - القيمة الاسمية: هي القيمة التي تُحدّد للسّهم عند إنشاء الشركة، وتُدوّن في شهادة السّهم التي تُعطى للشريك الذي يدفعها سداداً لاشتراكه في رأس مال الشركة، فمن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم

(1) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 116.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 74.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 118.

(4) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 89.

يتكوّن رأس مال الشركة، وتحدّد هذه النسبة وفقاً للقوانين العامة أو الخاصة بكل شركة، وتحدّد أغلب الدول في قوانينها القيمة الاسمية للسهم، فمثلاً حدّدها قانون الشركات العراقي والأردني بـ: 01 دينار كقيمة اسمية للسهم الواحد، وتستخدم القيمة الاسمية لغرض تحديد نسبة الربح الموزّع على المساهمين حملة الأسهم العادية⁽¹⁾.

وعلى الرغم من أنّ القيمة الاسمية للسهم يحدّدها عقد التأسيس، إلّا أنّه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمّى "اشتقاق الأسهم" الذي يعطي للمستثمر حق الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

وإصدار الأسهم بهذه القيمة لا مانع منه شرعاً، لأنّ هذه القيمة تعكس في الواقع حصة الشريك في رأس مال الشركة، والصك الذي سُجّلت عليه هذه القيمة يكون بمثابة وثيقة لإثبات المشاركة بهذا القدر، ولذلك ينبغي أن يكون مطابقاً للمبلغ الذي ساهم به الشريك فعلاً في رأس المال، لأنّ الأرباح توزّع بناءً على القيمة الاسمية للأسهم، فيحدّد بها ما يستحقه كل مساهم من الأرباح⁽²⁾.

2 - قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها، وتحدّد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم، ويتم طرحها وبيعها وفق هذه القيمة، ويُطلق الإصدار على معنيين:

أ- المعنى الأول: يُطلق الإصدار على نسبة محدّدة مثلاً 05 % ممّا يُدفع للأسهم، تتطلبها الشركة عند تأسيسها لمصاريف الإصدار الإدارية والحكومية والدعاية وغيرها.

وبالتالي، فالقيمة الإصدارية هي القيمة الاسمية للسهم مضافاً إليها مصاريف وعلاوة الإصدار، فالشركة التي تُصدر الأسهم الاسمية غالباً ما تُضيف إلى قيمة السهم مصاريف أخرى إضافية، مثل العلاوات ونفقات الدعاية والإعلان، حتى تبقى الأسهم صافية لرأس مال الشركة⁽³⁾.

وعليه، إذا بيع السهم بقيمته الاسمية المعلن عنها مضافاً إليها المصروفات من نفقات تحتاجها الشركة، هو أمر جائز شرعاً، إذ لا يوجد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم⁽⁴⁾.

(1) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 250.

(2) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 09.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 35.

(4) - محمد عبد الفتاح النشار، "الأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، مصر،

2006، ص: 101.

ب- المعنى الثاني: يُقصد بها الأسهم التي تُصدرها الشركة عندما تُريد زيادة رأس مالها لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أعلى منها وقد تكون أحياناً أقل من القيمة الاسمية ترغيباً للمساهمين في شرائها⁽¹⁾.

غير أنّ إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية غير جائز شرعاً، وذلك للأسباب التالية:

- أنّ الأسهم الإصدارية تتساوى مع الأسهم الاسمية في اقتسام الأرباح، واستحقاق الربح إنّما يكون بالمال أو العمل أو الضمان، والزيادة التي يتقاضاها صاحب السهم الإصداري، لا يقابلها لا مال ولا عمل ولا ضمان؛

- أنّ إصدار الأسهم بهذه القيمة فيه إضرار بالمساهمين الأوائل الذين دفعوا القيمة الاسمية كاملة، ومع ذلك يتساوون في الربح مع من دفع قيمة أقل، ولذلك لا تجيز معظم الأنظمة أن تكون القيمة الإصدارية أقل من القيمة الاسمية⁽²⁾.

3 - القيمة الحقيقية: هي الحصة أو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها، وذلك عن طريق إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية.

فهذه القيمة تشمل جميع أموال الشركة من رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد تنزيل ديونها، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة ولكنها تختلف بعد ذلك بحسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها، ولذلك فهي تختلف عنها إمّا زيادةً أو نقصاناً وذلك بحسب ما تحقّقه الشركة من ربح أو خسارة، فإذا حققت الشركة ربحاً ونمت أعمالها وأموالها، فإنّ القيمة الحقيقية تزيد عن القيمة الاسمية، أمّا إذا خسرت الشركة فإنّ القيمة الحقيقية ستقل عن القيمة الاسمية، أمّا إذا لم تحقق الشركة لا ربحاً ولا خسارة فستتبادل القيمة الحقيقية مع القيمة الاسمية⁽³⁾.

وعليه، تعتبر القيمة الحقيقية أمر جائز شرعاً، لأنّ الشركة تتعرّض للربح والخسارة، فهي عبارة عن المؤشر الحقيقي لأرباح الشركة أو خسارتها، وهذا أمر مطلوب لمعرفة أرباح الشركة أو خسارتها.

(1) - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 231.

(2) - أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 55.

(3) - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 11.

4 - القيمة السوقية: هي قيمة السّهم في سوق الأوراق المالية، وهي قيمة متغيّرة بحسب ظروف العرض والطلب التي تخضع بدورها للعديد من العوامل من أهمها:

- أ. سلامة المركز المالي للشركة ونجاحها في أعمالها وقدرتها على التطوير والتوسّع؛
- ب. الأرباح الموزّعة في نهاية السنة، فكلّما ازداد ربح السّهم كلّما ازداد الطلب عليه وارتفع سعره؛
- ج. خطة الشركة وتوجهاتها المستقبلية؛
- د. المضاربات على الصعود أو النزول وتوقّعات المضاربين؛
- هـ. ظروف الاقتصاد الوطني من رواج أو كساد، ممّا ينعكس إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم؛
- و. الظروف والأزمات المالية والسياسية⁽¹⁾.

وتداول الأسهم بالقيمة السّوقية أمرٌ لا غبار عليه شرعاً، إذ يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية، فهي كالسلعة تختلف قيمتها بحسب العرض والطلب وكذلك بحسب المركز المالي للشركة وموجوداتها ونجاحها، ولصاحب السّهم الحق في بيع ماله حسب أسعار السوق، بل هو المطلوب لدقة تحديد السعر به⁽²⁾.

(1) - علي كنعان، مرجع سابق، ص: 47.

(2) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 102.

المبحث الثاني: ضوابط إصدار وتداول الأسهم

تُعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة الإسلامية، إذ تقوم هذه الشركات بإصدار الأسهم للاكتتاب فيها من خلال سوق الإصدار، وذلك وفق شروط وطرق وقيود معينة قانونية وشرعية تضبط عملية الإصدار، ومن خلال سوق التداول يمكن شراء وبيع هذه الأسهم إما لغرض الاستثمار أو للمتاجرة فيها، وذلك أيضاً وفق قيود وضوابط قانونية وشرعية.

ولأجل توضيح ضوابط إصدار وتداول الأسهم أكثر سيتم التطرّق للمطالب التالية:

- المطلب الأول : ضوابط إصدار الأسهم؛
- المطلب الثاني : ضوابط تداول الأسهم.

المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم

تُعتبر عملية إصدار الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية أساس التعامل المالي في السوق المالية الإسلامية، وعليه سيتم تسليط الضوء على هذه العملية وأهم ضوابطها الشرعية من خلال العناصر التالية:

- أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار؛
- ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم؛
- رابعاً : إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار

يُقصد بها القواعد المتعلقة بمبادئ وشروط الإصدار وقيوده ونوعيته وحجمه وتسعيده، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - قواعد إصدار الأسهم: يمكن الاسترشاد في ذلك بقواعد وقوانين إصدار الأوراق المالية في بعض الأسواق المالية العربية كما يلي:

أ- يُقسّم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة في كل إصدار، ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، ويحدّد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، كما يجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة تكون لها نفس حقوق والتزامات أسهم الإصدارات السابقة؛

ب- على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تُخطّر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، ويجب أن يُرفق الإخطار بالبيانات والمستندات التي تحدّدتها الهيئة⁽¹⁾.

ج- ينبغي على جميع شركات المساهمة العامة عند قيامها بطرح أوراق مالية باكتتاب عام أو خاص، أن تقوم بإعداد نشرة إصدار تقدمها إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها قبل الطرح، ويجب أن تُحرّر نشرة الإصدار وفقاً للنماذج التي تُعدها الهيئة⁽²⁾.

(1) - المواد رقم: 07،02،01 من القرار رقم : 135، إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، جريدة الوقائع المصرية، العدد: 81-1993.

(2) - المادة: 02، قرار وزاري بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم: 2001/4، الجريدة الرسمية، العدد: 695، سلطنة عُمان، 2001.

د- تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها، للتحقق من مدى مطابقة هذه النشرة لمتطلبات القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذها، وذلك إذا كانت:

- لا تتفق نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها لمتطلبات القانون أو لا تتفق مع متطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛

- إذا تضمنت نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها، بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تُمكن المستثمر من إيجاد قراره الاستثماري⁽¹⁾.

هـ- يجب على شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي ستمارسها، وذلك شرطًا لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام؛

و- يحق للسوق أن تطلب من شركات المساهمة العامة الأعضاء، نشر أي معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين على نفقة الشركة؛

ز- ينحصر حق تغطية إصدارات الأوراق المالية بينوك الاستثمار والشركات المالية والوكلاء؛

ح- تستمر عملية الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ثلاثة أشهر⁽²⁾.

ط- تزويد الهيئة بتقارير دورية أثناء فترة الطرح حول نتائج الاكتتاب، يتضمن عدد المكتتبين وجنسياتهم والأسهم المكتتب بها وطلبات الاكتتاب المرفوضة مع توضيح أسباب الرفض، وغيرها من البيانات الأخرى المتعلقة بذلك خلال الفترات الزمنية التي تحددها نشرة الإصدار، وعليه اقتراح البدائل المناسبة لتخصيص الأسهم في حالة وجود فائض في الاكتتاب العام، أو اقتراح كيفية التصرف بالأسهم غير المكتتب بها حسب الشروط الواردة في نشرة الإصدار؛

ي- يُعد مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب مسؤولين تجاه الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين عن جبر الأضرار الناتجة عن أي إهمال يرتكبونه في أداء مهامهم وواجباتهم المحددة بموجب هذه التعليمات، ويجوز أن تتضمن الاتفاقيات المبرمة بين مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب، نصوصًا تتعلق بفرض غرامات مالية على مصارف الاكتتاب التي تتأخر عن الانتهاء من معالجة طلبات الاكتتاب خلال الفترات الزمنية الواردة بنشرة الإصدار⁽³⁾.

(1) - المادة رقم: 41، قانون الأوراق المالية رقم 76، الجريدة الرسمية، العدد: 6280، الأردن، 2002.

(2) - المواد رقم: 45، 47، 69، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(3) - القرار الإداري رقم: 2005/12، "متطلبات وشروط إصدار الأسهم في سلطنة عُمان"، 2005، ص: 11.

2 - تحديد نوع وحجم الإصدار وتسعييره: ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- نوعية الإصدار: والمقصود هنا تحديد نوع الأسهم المزمع إصدارها من قبل الشركة، ذلك أن الأسهم وكما سبق ذكره تتنوع إلى أنواع عديدة حسب وجهة النظر المتخذة أساساً للتصنيف، فمنها: الأسهم النقدية أو العينية، الأسهم الاسمية أو الإذنية أو... الخ.

ومن المهم تحديد السلطة أو الهيئة أو الجهة التي تحدّد نوعية الأسهم المقرر إصدارها، ففي القانون الفرنسي، فالقاعدة العامة أن نظام الشركة هو الذي يحدّد ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، أو يجوز أن يفرض النظام أن تكون جميع الأسهم اسمية في حين لا يمكن أن تكون جميع أسهم الشركة لحاملها⁽¹⁾.

كما فرض القانون المصري القيود والحدود المفروضة في حالة إصدار أسهم عينية، كما تمّ حظر تداول الحصص العينية قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن مدة سنتين كاملتين، حيث: "يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج، أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندجة كما حدّتها لجنة التقييم المختصة، دون إخلال بحق أصحاب الشأن في التظلم لدى لجنة التظلمات، ومع ذلك يجوز لمقدم الحصة العينية أن يؤدّي الفرق نقداً كما يجوز له أن ينسحب، وفي جميع الأحوال لا يجوز إصدار هذه الأسهم إلاّ بعد فوات ميعاد التظلم أو البث فيه⁽²⁾.

ب- حجم الإصدار: قامت أغلب قوانين الأسواق المالية المعاصرة بتحديد حجم الإصدار، وذلك لغرض عدم إغراق السوق المالية بإصدارات زائدة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، بحيث يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي يمتصّها السوق⁽³⁾.

ولذلك فإنّ حجم إصدار الأسهم يختلف من سوقٍ لآخر، ويتحكّم في تحديده أمور عديدة يتم تقديرها من قبل جهات السوق المالية المختصة بمنح ترخيص الإصدار، ومن هذه الاعتبارات:

- نوع الأسهم المزمع إصدارها؛

- الإصدار يكون بمناسبة تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها؛

- طرح هذا الإصدار في اكتتاب عام أم لا.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) - المادة: 03، "إصدار قانون سوق رأس المال"، قانون رقم: 95، الجريدة الرسمية، العدد: 25، مصر، 1992.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 14.

ولهذا يختلف حجم الإصدار في الأسواق المختلفة حسب مدى مراعاة هذه الاعتبارات.

ج- تسعير الإصدار: يُقصد بتسعير الإصدار: "تحديد السعر الذي سيتم به بيع السهم للجمهور في السوق الأولية، أي السعر الذي سيُطلب مقابل كل سهم، ويتحدد هذا السعر أساسًا على ما يستطيع السوق تحمّله، ويجب ألا يكون أعلى أو أقل من اللازم حتى يتناسب والأهداف الموضوعة⁽¹⁾.

وتختلف العوامل التي تحكم التسعير سواء في حالة الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أم في الإصدارات اللاحقة عند زيادة رأس مالها، كما يلي⁽²⁾:

ج-1- الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة: في هذه الحالة يحدّد النظام الأساسي للشركة القيمة الاسمية للأسهم، وتكون بين الحدين الأدنى والأقصى اللذين يفرضهما القانون، وتحرص الشركة على أن يكون سعرًا معقولاً غير مبالغ فيه، كما أنّه ولغرض حماية جمهور المكتبين من الترويج والدعاية المضلّة التي تكون من قبل المؤسّسين لتسويق الإصدار، فقد فرضت مختلف التشريعات والقوانين العديد من القيود التي تحظر تداول الأسهم قبل التأكد من المركز المالي للشركة؛

ج-2- الإصدارات اللاحقة في حالة زيادة رأس المال: في هذه الحالة يكون السعر من الناحية العملية قريب من القيمة السوقية للأسهم الأصلية السابقة، وذلك بسبب تفادي حدوث اضطراب في الأسواق المالية، ولأنّ ذلك يعتبر أسلوبًا عاديًا لتسعير الأسهم الجديدة بالاعتماد على قيمتها في السوق.

ثانيًا: نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار

يمكن توضيح إجراءات الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار، كما يلي:

1- نظام الاكتتاب: عند تأسيس شركة المساهمة، فإنّها تقسّم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية متساوية ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام، وإذا كانت الشركة قائمة فإنّها تطرح أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص. وعليه فالإكتتاب هو: "إعلان رغبة الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها"⁽³⁾.

(1) - جيمس بي أركبارو ورون شولتر، "الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العالم"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 221.

(2) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 15.

(3) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 259.

ويعرّفه البعض الآخر بأنّه: "إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة الذي طُرِحَ، مع التعهّد بتقديم حصة في رأس المال تتمثّل في عدد من الأسهم المطروح شراؤها"¹.

وعليه فالإكتتاب يمنح المكتتب صفة المساهم إذا اكتتب في رأس مال الشركة بعد تأسيسها، أمّا المكتتبون في رأس مال الشركة قبل تأسيسها فهم المؤسّسون، فإذا انتهت إجراءات التأسيس وأعلن الإكتتاب العام سُمّي المكتتبون المساهمون في رأس مال الشركة.

ولذلك يعتبر الإكتتاب العام من أهم الإجراءات الأساسية في تأسيس الشركة، لأنّه الوسيلة المثلى لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، من خلال التوجّه لجمهور المدخرين الذين يقبلون على هذا الإكتتاب ثقةً في المشروع وفي مؤسّسيه، ومن أهم شروط الإكتتاب ما يلي:

أ. أن يكون الإكتتاب جدّيًا وحقيقيًا ولا يجوز أن يكون صوريًا، ولذلك ينبغي بأن تسدّد قيمة الأسهم فعليًا للشركة؛

ب. أن يكون الإكتتاب باتًا منجزًا ولا يجوز الرجوع فيه أو تعليقه على شرط أو أجل، ومتى تمّ الإكتتاب في رأس مال الشركة انتقل المؤسّسون إلى تمام المرحلة الأخرى من التأسيس⁽²⁾.

ويمكن لهذا الإكتتاب أن يتعلّق بما يلي:

- أ. الإكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للإكتتاب العام لأوّل مرّة؛
- ب. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب العام؛
- ج. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق، ويقتصر الإكتتاب في هذه الحالة فقط على المؤسّسين والمساهمين القدامى والحاليين في الشركة⁽³⁾.

2- طرق تصريف الإصدارات: يتم تصريف الأسهم في السوق الأولى من قبل الشركات المصدرة وفق الطرق والأساليب التالية:

أ- الأسلوب المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها وبيع أسهمهما دون تدخل وسطاء⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 17.

(2) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص: 260.

(3) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

(4) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 240.

ويكون ذلك في الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يقوم المؤسسون أو لجنة منهم وتنوب عنهم، بتصريف الإصدار وتلقي اكتتابات المستثمرين وتسليمهم شهادات الأسهم، ويجب على المؤسسين إيداع المبالغ المحصل عليها في أحد المصارف المرخص لها بذلك⁽¹⁾.

ب- أسلوب المزاد: قد يأخذ الأسلوب المباشر أيضاً طريقة المزايعة، حيث يتم من خلال هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، فيتم قبول العطاءات بالتدرج تنازلياً من السعر الأعلى إلى الأقل حتى يتم تصريف وبيع كامل الإصدار⁽²⁾.

ج- الأسلوب غير المباشر: ويتم ذلك من خلال قيام طرف ثالث نيابةً عن الشركة، بتولي عملية الاكتتاب وتسويق الأسهم التي أصدرتها الشركة للمستثمرين، وغالباً ما تتولى مصارف الاستثمار هذه المهمة باعتبارها مؤسسات مالية متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة، ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملات الشركة بالإضافة إلى المشاركة في الإصدار⁽³⁾.

ويمكن للشركات الإسلامية العاملة في مجال الأوراق المالية القيام بهذه الخدمات المهمة، فضلاً عن المصارف الإسلامية، غير أنّ ذلك مشروط بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات، ويتم تصريف الأسهم المصدرة من خلال الاتفاق بين الشركة والمصرف على أساس إحدى الطرق التالية:

ج-1- التعهد بتغطية الإصدار: حيث يتعهد مصرف الاستثمار بتصريف كامل الإصدار، وذلك بأحد الطرق التالية:

- يلتزم المصرف بشراء جميع الأسهم المصدرة ويقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى ليحقق ربحاً يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، فالمصرف يقوم هنا بدور التاجر الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر يقل عن سعر بيعها؛
- يقوم المصرف ببيع الأسهم المصدرة للجمهور، ويكون ملزماً بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها لحسابه الخاص، أي يكون أحد المكتتبين وشريكاً للجهة المصدرة⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 72.

(3) - عادل عبد الله الكيلاني، "دور الجهاز المصرفي في تشييط سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية -"، ليبيا، 2005، ص: 08.

(4) - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، دار الكتب، مصر، 2000، ص: 188.

- يقوم ببيع الأوراق المالية لعدد كبير ومنوع من المستثمرين في وقتٍ قصير.

ج-2- طريقة بذل أقصى جهد ممكن: حيث يتعهد المصرف للشركة ببذل أقصى جهد ممكن لتصرف كمية الأسهم المصدرة، وإذا تبقى جزء من الأسهم لم يتم تصريفه يقوم برده إلى الشركة المصدرة، فالمصرف يقوم بدور السمسار الذي يتولّى تصريف الكمية المصدرة دون أن يتحمّل أي مخاطر الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

ج-3- الترتيبات الخاصة: يقوم المصرف بترتيب عملية تصريف الإصدار الجديد إلى مستثمرين معيّنين ومحدّدين، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة مقابل إجراء هذه الترتيبات⁽²⁾.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملّك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيّد بها، ومن هذه الضوابط ما يلي:

1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقّق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، حرّم إنشاء الشركة وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة⁽³⁾، وقد أخذ بذلك مجمع الفقه الإسلامي الذي قرّر ما يلي:

أ. بما أنّ الأصل في المعاملات الحِل، فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعة جائز شرعاً؛

ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها⁽⁴⁾.

(1) - علاء الدين زعتري، "الخدمات المصرفية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، سوريا- لبنان، 2002، ص: 518.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 134.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 12.

(4) - قرار بشأن الأسواق المالية رقم: 63 (1/7)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 06، الجزء: 02، ص: 1273.

- 2- أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة⁽¹⁾. لأنها قد تظهر شركات وهمية ليس لها نشاط خدمي أو إنتاج معلوم أو يتضح أنّ نشاطها محرّم وغير مباح⁽²⁾.
- 3- أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محظور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز قبول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأنّ هذا الربح هو الربا بعينه، وفي ذلك قرّر مجمع الفقه الإسلامي ما نصّه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدّي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح"⁽³⁾، كما لا يجوز أيضاً قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكاً في المال والعمل، لأنّ ذلك يُعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- 4- تُعد شهادة السّهم وثيقة تُثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكيها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأنّ المبيع في السّهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة، وشهادة السّهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- 5- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها⁽⁵⁾.
- 6- تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمهما للاكتتاب بإضافة نسبة معيّنة إلى قيمة السّهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان رسم الإصدار مقدّراً تقديرًا مناسباً يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار⁽⁶⁾. وقد جاء في قرار مجمع

(1) - عباس أحمد محمد الباز، "أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك"، ورقة عمل

مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 11.

(2) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 46.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق.

(4) - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1998، ص: 172.

(5) - الهيئة الشرعية لبنك البلاد، "الضوابط الشرعية للأسهم"، قرار رقم 19، بتاريخ: 2010/03/17، متوفر على الرابط التالي:

<http://www.bankalbilad.com/Pages/default.aspx>

(6) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 31.

الفقه الإسلامي أن: "إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً"⁽¹⁾.

7- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، ويقصد بضمان الإصدار: "الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره"، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

8- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة⁽²⁾.

9- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر⁽³⁾، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء مذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولاً فسد العقد لأن الجهالة تفسد العقد.

رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة والوحيدة التي تنظم وترخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وقد أنشأت الهيئة سنة 1996 قسم سوق المال الإسلامي لغرض مساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيام الهيئة أيضاً بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية، وذلك بهدف تنظيم إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ولمساعدة قسم سوق المال الإسلامي من جهة أخرى وذلك في الأمور التالية:

— إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛

(1) - قرار رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 1273.

(2) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 106.

- توثيق جميع القواعد والقوانين التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، قبل عرضها على الجمهور؛
- تقديم النصائح والتوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية⁽¹⁾.
- هذا، ويتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين⁽²⁾:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه الصفات التالية:

- أ. ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل؛
- ب. لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية؛
- ج. يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة؛
- د. لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال المصارف الإسلامية.

2- تعيين مصرف إسلامي معيّن أو أي مصرف تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال فتح النوافذ الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصيح والمشورة والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أنّ جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة. والجدير بالذكر أنّ تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أمّا الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فلا تتدخل مجدّدًا إلّا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من قبل الهيئة. وقد عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية على وضع جميع مقترحات الإصدار على موقعها على شبكة الانترنت* للإطلاع عليه من قبل كل من يهّمه الأمر، حتّى يتسنى لها الاستفادة من جميع ملاحظاتهم واقتراحاتهم بهذا الشأن.

(1) - محمد أكرم لا لدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، بتاريخ: 2011/09/10،

متوفر على الرابط التالي: www.isra.my/articles/islamic-capital-Market/siskuk0html

(2) - Securities commission Malaysia, "Guidelines on the Offering of Islamic Securities", 2004, exists on the link : - www.sc.com.my/main.asp?Papied:249&Menuid:278&newsid:&kinkind:/&type

* www.se.com.my/htm/Bondmkt/fr-bondmkt.htm

المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم

تُعتبر عملية إصدار الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية أساس التعامل المالي في السوق المالية الإسلامية، وعليه سيتم تسليط الضوء على هذه العملية وأهم ضوابطها الشرعية من خلال العناصر التالية:

- أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار؛
- ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم؛
- رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار

يُقصد بها القواعد المتعلقة بمبادئ وشروط الإصدار وقيوده ونوعيته وحجمه وتسعيده، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - قواعد إصدار الأسهم: يمكن الاسترشاد في ذلك بقواعد وقوانين إصدار الأوراق المالية في بعض الأسواق المالية العربية كما يلي:

أ- يُقسّم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة في كل إصدار، ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، ويحدّد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، كما يجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة تكون لها نفس حقوق والتزامات أسهم الإصدارات السابقة؛

ب- على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تُخطّر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، ويجب أن يُرفق الإخطار بالبيانات والمستندات التي تحدّدتها الهيئة⁽¹⁾.

ج- ينبغي على جميع شركات المساهمة العامة عند قيامها بطرح أوراق مالية باكتتاب عام أو خاص، أن تقوم بإعداد نشرة إصدار تقدمها إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها قبل الطرح، ويجب أن تُحرّر نشرة الإصدار وفقاً للنماذج التي تُعدها الهيئة⁽²⁾.

(1) - المواد رقم: 07،02،01 من القرار رقم : 135، إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، جريدة الوقائع المصرية، العدد: 81-1993.

(2) - المادة: 02، قرار وزاري بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم: 2001/4، الجريدة الرسمية، العدد: 695، سلطنة عُمان، 2001.

د- تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها، للتحقق من مدى مطابقة هذه النشرة لمتطلبات القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذها، وذلك إذا كانت:

- لا تتفق نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها لمتطلبات القانون أو لا تتفق مع متطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛
- إذا تضمنت نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها، بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تُمكن المستثمر من إيجاد قراره الاستثماري⁽¹⁾.
- هـ- يجب على شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي ستمارسها، وذلك شرطًا لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام؛
- و- يحق للسوق أن تطلب من شركات المساهمة العامة الأعضاء، نشر أي معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين على نفقة الشركة؛
- ز- ينحصر حق تغطية إصدارات الأوراق المالية بينوك الاستثمار والشركات المالية والوكلاء؛
- ح- تستمر عملية الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ثلاثة أشهر⁽²⁾.
- ط- تزويد الهيئة بتقارير دورية أثناء فترة الطرح حول نتائج الاكتتاب، يتضمن عدد المكتتبين وجنسياتهم والأسهم المكتتب بها وطلبات الاكتتاب المرفوضة مع توضيح أسباب الرفض، وغيرها من البيانات الأخرى المتعلقة بذلك خلال الفترات الزمنية التي تحددها نشرة الإصدار، وعليه اقتراح البدائل المناسبة لتخصيص الأسهم في حالة وجود فائض في الاكتتاب العام، أو اقتراح كيفية التصرف بالأسهم غير المكتتب بها حسب الشروط الواردة في نشرة الإصدار؛
- ي- يُعد مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب مسؤولين تجاه الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين عن جبر الأضرار الناتجة عن أي إهمال يرتكبونه في أداء مهامهم وواجباتهم المحددة بموجب هذه التعليمات، ويجوز أن تتضمن الاتفاقيات المبرمة بين مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب، نصوصًا تتعلق بفرض غرامات مالية على مصارف الاكتتاب التي تتأخر عن الانتهاء من معالجة طلبات الاكتتاب خلال الفترات الزمنية الواردة بنشرة الإصدار⁽³⁾.

(1) - المادة رقم: 41، قانون الأوراق المالية رقم 76، الجريدة الرسمية، العدد: 6280، الأردن، 2002.

(2) - المواد رقم: 45، 47، 69، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(3) - القرار الإداري رقم: 2005/12، "متطلبات وشروط إصدار الأسهم في سلطنة عُمان"، 2005، ص: 11.

2 - تحديد نوع وحجم الإصدار وتسعيه: ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- نوعية الإصدار: والمقصود هنا تحديد نوع الأسهم المزمع إصدارها من قبل الشركة، ذلك أن الأسهم وكما سبق ذكره تتنوع إلى أنواع عديدة حسب وجهة النظر المتخذة أساساً للتصنيف، فمنها: الأسهم النقدية أو العينية، الأسهم الاسمية أو الإذنية أو... الخ.

ومن المهم تحديد السلطة أو الهيئة أو الجهة التي تحدّد نوعية الأسهم المقرر إصدارها، ففي القانون الفرنسي، فالقاعدة العامة أن نظام الشركة هو الذي يحدّد ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، أو يجوز أن يفرض النظام أن تكون جميع الأسهم اسمية في حين لا يمكن أن تكون جميع أسهم الشركة لحاملها⁽¹⁾.

كما فرض القانون المصري القيود والحدود المفروضة في حالة إصدار أسهم عينية، كما تمّ حظر تداول الحصص العينية قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن مدة سنتين كاملتين، حيث: "يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج، أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندجة كما حدّتها لجنة التقييم المختصة، دون إخلال بحق أصحاب الشأن في التظلم لدى لجنة التظلمات، ومع ذلك يجوز لمقدم الحصة العينية أن يؤدّي الفرق نقداً كما يجوز له أن ينسحب، وفي جميع الأحوال لا يجوز إصدار هذه الأسهم إلاّ بعد فوات ميعاد التظلم أو البث فيه⁽²⁾.

ب- حجم الإصدار: قامت أغلب قوانين الأسواق المالية المعاصرة بتحديد حجم الإصدار، وذلك لغرض عدم إغراق السوق المالية بإصدارات زائدة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، بحيث يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي يمتصّها السوق⁽³⁾.

ولذلك فإنّ حجم إصدار الأسهم يختلف من سوقٍ لآخر، ويتحكّم في تحديده أمور عديدة يتم تقديرها من قبل جهات السوق المالية المختصة بمنح ترخيص الإصدار، ومن هذه الاعتبارات:

- نوع الأسهم المزمع إصدارها؛

- الإصدار يكون بمناسبة تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها؛

- طرح هذا الإصدار في اكتتاب عام أم لا.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) - المادة: 03، "إصدار قانون سوق رأس المال"، قانون رقم: 95، الجريدة الرسمية، العدد: 25، مصر، 1992.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 14.

ولهذا يختلف حجم الإصدار في الأسواق المختلفة حسب مدى مراعاة هذه الاعتبارات.

ج- تسعير الإصدار: يُقصد بتسعير الإصدار: "تحديد السعر الذي سيتم به بيع السهم للجمهور في السوق الأولية، أي السعر الذي سيُطلب مقابل كل سهم، ويتحدد هذا السعر أساسًا على ما يستطيع السوق تحمّله، ويجب ألا يكون أعلى أو أقل من اللازم حتى يتناسب والأهداف الموضوعة⁽¹⁾.

وتختلف العوامل التي تحكم التسعير سواء في حالة الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أم في الإصدارات اللاحقة عند زيادة رأس مالها، كما يلي⁽²⁾:

ج-1- الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة: في هذه الحالة يحدّد النظام الأساسي للشركة القيمة الاسمية للأسهم، وتكون بين الحدين الأدنى والأقصى اللذين يفرضهما القانون، وتحرص الشركة على أن يكون سعرًا معقولاً غير مبالغ فيه، كما أنّه ولغرض حماية جمهور المكتبين من الترويج والدعاية المضلّة التي تكون من قبل المؤسّسين لتسويق الإصدار، فقد فرضت مختلف التشريعات والقوانين العديد من القيود التي تحظر تداول الأسهم قبل التأكّد من المركز المالي للشركة؛

ج-2- الإصدارات اللاحقة في حالة زيادة رأس المال: في هذه الحالة يكون السعر من الناحية العملية قريب من القيمة السوقية للأسهم الأصلية السابقة، وذلك بسبب تفادي حدوث اضطراب في الأسواق المالية، ولأنّ ذلك يعتبر أسلوبًا عاديًا لتسعير الأسهم الجديدة بالاعتماد على قيمتها في السوق.

ثانيًا: نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار

يمكن توضيح إجراءات الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار، كما يلي:

1- نظام الاكتتاب: عند تأسيس شركة المساهمة، فإنّها تقسّم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية متساوية ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام، وإذا كانت الشركة قائمة فإنّها تطرح أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص. وعليه فالإكتتاب هو: "إعلان رغبة الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها"⁽³⁾.

(1) - جيمس بي أركبارو ورون شولتز، "الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 221.

(2) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 15.

(3) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 259.

ويعرّفه البعض الآخر بأنّه: "إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة الذي طُرِحَ، مع التعهّد بتقديم حصة في رأس المال تتمثّل في عدد من الأسهم المطروح شراؤها"¹.

وعليه فالإكتتاب يمنح المكتتب صفة المساهم إذا اكتتب في رأس مال الشركة بعد تأسيسها، أمّا المكتتبون في رأس مال الشركة قبل تأسيسها فهم المؤسّسون، فإذا انتهت إجراءات التأسيس وأعلن الإكتتاب العام سُمّي المكتتبون المساهمون في رأس مال الشركة.

ولذلك يعتبر الإكتتاب العام من أهم الإجراءات الأساسية في تأسيس الشركة، لأنّه الوسيلة المثلى لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، من خلال التوجّه لجمهور المدخرين الذين يقبلون على هذا الإكتتاب ثقةً في المشروع وفي مؤسّسيه، ومن أهم شروط الإكتتاب ما يلي:

أ. أن يكون الإكتتاب جدّيًا وحقيقيًا ولا يجوز أن يكون صوريًا، ولذلك ينبغي بأن تسدّد قيمة الأسهم فعليًا للشركة؛

ب. أن يكون الإكتتاب باتًا منجزًا ولا يجوز الرجوع فيه أو تعليقه على شرط أو أجل، ومتى تمّ الإكتتاب في رأس مال الشركة انتقل المؤسّسون إلى تمام المرحلة الأخرى من التأسيس⁽²⁾.

ويمكن لهذا الإكتتاب أن يتعلّق بما يلي:

- أ. الإكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للإكتتاب العام لأوّل مرّة؛
- ب. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب العام؛
- ج. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق، ويقتصر الإكتتاب في هذه الحالة فقط على المؤسّسين والمساهمين القدامى والحاليين في الشركة⁽³⁾.

2- طرق تصريف الإصدارات: يتم تصريف الأسهم في السوق الأولى من قبل الشركات المصدرة وفق الطرق والأساليب التالية:

أ- الأسلوب المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها وبيع أسهمهما دون تدخل وسطاء⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 17.

(2) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص: 260.

(3) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

(4) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 240.

ويكون ذلك في الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يقوم المؤسسون أو لجنة منهم وتنوب عنهم، بتصريف الإصدار وتلقي اكتتابات المستثمرين وتسليمهم شهادات الأسهم، ويجب على المؤسسين إيداع المبالغ المحصل عليها في أحد المصارف المرخص لها بذلك⁽¹⁾.

ب- أسلوب المزاد: قد يأخذ الأسلوب المباشر أيضاً طريقة المزايعة، حيث يتم من خلال هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، فيتم قبول العطاءات بالتدرج تنازلياً من السعر الأعلى إلى الأقل حتى يتم تصريف وبيع كامل الإصدار⁽²⁾.

ج- الأسلوب غير المباشر: ويتم ذلك من خلال قيام طرف ثالث نيابةً عن الشركة، بتولي عملية الاكتتاب وتسويق الأسهم التي أصدرتها الشركة للمستثمرين، وغالباً ما تتولى مصارف الاستثمار هذه المهمة باعتبارها مؤسسات مالية متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة، ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملات الشركة بالإضافة إلى المشاركة في الإصدار⁽³⁾.

ويمكن للشركات الإسلامية العاملة في مجال الأوراق المالية القيام بهذه الخدمات المهمة، فضلاً عن المصارف الإسلامية، غير أنّ ذلك مشروط بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات، ويتم تصريف الأسهم المصدرة من خلال الاتفاق بين الشركة والمصرف على أساس إحدى الطرق التالية:

ج-1- التعهد بتغطية الإصدار: حيث يتعهد مصرف الاستثمار بتصريف كامل الإصدار، وذلك بأحد الطرق التالية:

- يلتزم المصرف بشراء جميع الأسهم المصدرة ويقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى ليحقق ربحاً يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، فالمصرف يقوم هنا بدور التاجر الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر يقل عن سعر بيعها؛
- يقوم المصرف ببيع الأسهم المصدرة للجمهور، ويكون ملزماً بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها لحسابه الخاص، أي يكون أحد المكتتبين وشريكاً للجهة المصدرة⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 72.

(3) - عادل عبد الله الكيلاني، "دور الجهاز المصرفي في تشييط سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية -"، ليبيا، 2005، ص: 08.

(4) - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، دار الكتب، مصر، 2000، ص: 188.

- يقوم ببيع الأوراق المالية لعدد كبير ومنوع من المستثمرين في وقتٍ قصير.

ج-2- طريقة بذل أقصى جهد ممكن: حيث يتعهد المصرف للشركة ببذل أقصى جهد ممكن لتصرف كمية الأسهم المصدرة، وإذا تبقى جزء من الأسهم لم يتم تصريفه يقوم برده إلى الشركة المصدرة، فالمصرف يقوم بدور السمسار الذي يتولى تصريف الكمية المصدرة دون أن يتحمل أي مخاطر الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

ج-3- الترتيبات الخاصة: يقوم المصرف بترتيب عملية تصريف الإصدار الجديد إلى مستثمرين معيّنين ومحددين، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة مقابل إجراء هذه الترتيبات⁽²⁾.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيّد بها، ومن هذه الضوابط ما يلي:

1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، حرّم إنشاء الشركة وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة⁽³⁾، وقد أخذ بذلك مجمع الفقه الإسلامي الذي قرّر ما يلي:

أ. بما أنّ الأصل في المعاملات الحِل، فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعّة جائز شرعاً؛

ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها⁽⁴⁾.

(1) - علاء الدين زعتري، "الخدمات المصرفية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، سوريا- لبنان، 2002، ص: 518.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 134.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 12.

(4) - قرار بشأن الأسواق المالية رقم: 63 (1/7)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 06، الجزء: 02، ص: 1273.

- 2- أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة⁽¹⁾. لأنها قد تظهر شركات وهمية ليس لها نشاط خدمي أو إنتاج معلوم أو يتضح أنّ نشاطها محرّم وغير مباح⁽²⁾.
- 3- أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محظور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز قبول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأنّ هذا الربح هو الربا بعينه، وفي ذلك قرّر مجمع الفقه الإسلامي ما نصّه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدّي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح"⁽³⁾، كما لا يجوز أيضاً قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكاً في المال والعمل، لأنّ ذلك يُعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- 4- تُعد شهادة السّهم وثيقة تُثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأنّ المبيع في السّهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة، وشهادة السّهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- 5- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها⁽⁵⁾.
- 6- تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمهما للاكتتاب بإضافة نسبة معيّنة إلى قيمة السّهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان رسم الإصدار مقدّراً تقديرًا مناسباً يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار⁽⁶⁾. وقد جاء في قرار مجمع

(1) - عباس أحمد محمد الباز، "أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك"، ورقة عمل

مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 11.

(2) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 46.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق.

(4) - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1998، ص: 172.

(5) - الهيئة الشرعية لبنك البلاد، "الضوابط الشرعية للأسهم"، قرار رقم 19، بتاريخ: 2010/03/17، متوفر على الرابط التالي:

<http://www.bankalbilad.com/Pages/default.aspx>

(6) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 31.

الفقه الإسلامي أن: "إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً"⁽¹⁾.

7- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، ويقصد بضمان الإصدار: "الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره"، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

8- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة⁽²⁾.

9- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر⁽³⁾، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء المذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولاً فسد العقد لأن الجهالة تُفسد العقد.

رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة والوحيدة التي تنظم وترخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وقد أنشأت الهيئة سنة 1996 قسم سوق المال الإسلامي لغرض مساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيام الهيئة أيضاً بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية، وذلك بهدف تنظيم إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ولمساعدة قسم سوق المال الإسلامي من جهة أخرى وذلك في الأمور التالية:

— إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛

(1) - قرار رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 1273.

(2) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 106.

- توثيق جميع القواعد والقوانين التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، قبل عرضها على الجمهور؛
- تقديم النصائح والتوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية⁽¹⁾.
- هذا، ويتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين⁽²⁾:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه الصفات التالية:

- أ. ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل؛
- ب. لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية؛
- ج. يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة؛
- د. لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال المصارف الإسلامية.

2- تعيين مصرف إسلامي معيّن أو أي مصرف تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال فتح النوافذ الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصيح والمشورة والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أنّ جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة. والجدير بالذكر أنّ تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أمّا الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فلا تتدخل مجدّدًا إلّا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من قبل الهيئة. وقد عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية على وضع جميع مقترحات الإصدار على موقعها على شبكة الانترنت* للإطلاع عليه من قبل كل من يهّم الأمر، حتّى يتسنى لها الاستفادة من جميع ملاحظاتهم واقتراحاتهم بهذا الشأن.

(1) - محمد أكرم لا لدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، بتاريخ: 2011/09/10،

متوفر على الرابط التالي: www.isra.my/articles/islamic-capital-Market/siskuk0html

(2) - Securities commission Malaysia, "Guidelines on the Offering of Islamic Securities", 2004, exists on the link : - www.sc.com.my/main.asp?Papied:249&Menuid:278&newsid:&kinkind:/&type

* www.se.com.my/htm/Bondmkt/fr-bondmkt.htm

المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم

تُعتبر عملية إصدار الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية أساس التعامل المالي في السوق المالية الإسلامية، وعليه سيتم تسليط الضوء على هذه العملية وأهم ضوابطها الشرعية من خلال العناصر التالية:

- أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار؛
- ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم؛
- رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار

يُقصد بها القواعد المتعلقة بمبادئ وشروط الإصدار وقيوده ونوعيته وحجمه وتسعيده، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - قواعد إصدار الأسهم: يمكن الاسترشاد في ذلك بقواعد وقوانين إصدار الأوراق المالية في بعض الأسواق المالية العربية كما يلي:

أ- يُقسّم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة في كل إصدار، ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، ويحدّد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، كما يجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة تكون لها نفس حقوق والتزامات أسهم الإصدارات السابقة؛

ب- على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تُخطّر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، ويجب أن يُرفق الإخطار بالبيانات والمستندات التي تحدّدتها الهيئة⁽¹⁾.

ج- ينبغي على جميع شركات المساهمة العامة عند قيامها بطرح أوراق مالية باكتتاب عام أو خاص، أن تقوم بإعداد نشرة إصدار تقدمها إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها قبل الطرح، ويجب أن تُحرّر نشرة الإصدار وفقاً للنماذج التي تُعدها الهيئة⁽²⁾.

(1) - المواد رقم: 07،02،01 من القرار رقم : 135، إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، جريدة الوقائع المصرية، العدد: 81-1993.

(2) - المادة: 02، قرار وزاري بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم: 2001/4، الجريدة الرسمية، العدد: 695، سلطنة عُمان، 2001.

د- تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها، للتحقق من مدى مطابقة هذه النشرة لمتطلبات القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذها، وذلك إذا كانت:

- لا تتفق نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها لمتطلبات القانون أو لا تتفق مع متطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛
- إذا تضمنت نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها، بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تُمكن المستثمر من إيجاد قراره الاستثماري⁽¹⁾.
- هـ- يجب على شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي ستمارسها، وذلك شرطًا لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام؛
- و- يحق للسوق أن تطلب من شركات المساهمة العامة الأعضاء، نشر أي معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين على نفقة الشركة؛
- ز- ينحصر حق تغطية إصدارات الأوراق المالية بينوك الاستثمار والشركات المالية والوكلاء؛
- ح- تستمر عملية الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ثلاثة أشهر⁽²⁾.
- ط- تزويد الهيئة بتقارير دورية أثناء فترة الطرح حول نتائج الاكتتاب، يتضمن عدد المكتتبين وجنسياتهم والأسهم المكتتب بها وطلبات الاكتتاب المرفوضة مع توضيح أسباب الرفض، وغيرها من البيانات الأخرى المتعلقة بذلك خلال الفترات الزمنية التي تحددها نشرة الإصدار، وعليه اقتراح البدائل المناسبة لتخصيص الأسهم في حالة وجود فائض في الاكتتاب العام، أو اقتراح كيفية التصرف بالأسهم غير المكتتب بها حسب الشروط الواردة في نشرة الإصدار؛
- ي- يُعد مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب مسؤولين تجاه الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين عن جبر الأضرار الناتجة عن أي إهمال يرتكبونه في أداء مهامهم وواجباتهم المحددة بموجب هذه التعليمات، ويجوز أن تتضمن الاتفاقيات المبرمة بين مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب، نصوصًا تتعلق بفرض غرامات مالية على مصارف الاكتتاب التي تتأخر عن الانتهاء من معالجة طلبات الاكتتاب خلال الفترات الزمنية الواردة بنشرة الإصدار⁽³⁾.

(1) - المادة رقم: 41، قانون الأوراق المالية رقم 76، الجريدة الرسمية، العدد: 6280، الأردن، 2002.

(2) - المواد رقم: 45، 47، 69، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(3) - القرار الإداري رقم: 2005/12، "متطلبات وشروط إصدار الأسهم في سلطنة عُمان"، 2005، ص: 11.

2 - تحديد نوع وحجم الإصدار وتسعيه: ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- نوعية الإصدار: والمقصود هنا تحديد نوع الأسهم المزمع إصدارها من قبل الشركة، ذلك أن الأسهم وكما سبق ذكره تتنوع إلى أنواع عديدة حسب وجهة النظر المتخذة أساساً للتصنيف، فمنها: الأسهم النقدية أو العينية، الأسهم الاسمية أو الإذنية أو... الخ.

ومن المهم تحديد السلطة أو الهيئة أو الجهة التي تحدّد نوعية الأسهم المقرر إصدارها، ففي القانون الفرنسي، فالقاعدة العامة أن نظام الشركة هو الذي يحدّد ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، أو يجوز أن يفرض النظام أن تكون جميع الأسهم اسمية في حين لا يمكن أن تكون جميع أسهم الشركة لحاملها⁽¹⁾.

كما فرض القانون المصري القيود والحدود المفروضة في حالة إصدار أسهم عينية، كما تمّ حظر تداول الحصص العينية قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن مدة سنتين كاملتين، حيث: "يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج، أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندجة كما حدّتها لجنة التقييم المختصة، دون إخلال بحق أصحاب الشأن في التظلم لدى لجنة التظلمات، ومع ذلك يجوز لمقدم الحصة العينية أن يؤدّي الفرق نقداً كما يجوز له أن ينسحب، وفي جميع الأحوال لا يجوز إصدار هذه الأسهم إلاّ بعد فوات ميعاد التظلم أو البث فيه⁽²⁾.

ب- حجم الإصدار: قامت أغلب قوانين الأسواق المالية المعاصرة بتحديد حجم الإصدار، وذلك لغرض عدم إغراق السوق المالية بإصدارات زائدة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، بحيث يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي يمتصّها السوق⁽³⁾.

ولذلك فإنّ حجم إصدار الأسهم يختلف من سوقٍ لآخر، ويتحكّم في تحديده أمور عديدة يتم تقديرها من قبل جهات السوق المالية المختصة بمنح ترخيص الإصدار، ومن هذه الاعتبارات:

- نوع الأسهم المزمع إصدارها؛

- الإصدار يكون بمناسبة تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها؛

- طرح هذا الإصدار في اكتتاب عام أم لا.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) - المادة: 03، "إصدار قانون سوق رأس المال"، قانون رقم: 95، الجريدة الرسمية، العدد: 25، مصر، 1992.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 14.

ولهذا يختلف حجم الإصدار في الأسواق المختلفة حسب مدى مراعاة هذه الاعتبارات.

ج- تسعير الإصدار: يُقصد بتسعير الإصدار: "تحديد السعر الذي سيتم به بيع السهم للجمهور في السوق الأولية، أي السعر الذي سيُطلب مقابل كل سهم، ويتحدد هذا السعر أساسًا على ما يستطيع السوق تحمّله، ويجب ألا يكون أعلى أو أقل من اللازم حتى يتناسب والأهداف الموضوعة⁽¹⁾.

وتختلف العوامل التي تحكم التسعير سواء في حالة الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أم في الإصدارات اللاحقة عند زيادة رأس مالها، كما يلي⁽²⁾:

ج-1- الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة: في هذه الحالة يحدّد النظام الأساسي للشركة القيمة الاسمية للأسهم، وتكون بين الحدين الأدنى والأقصى اللذين يفرضهما القانون، وتحرص الشركة على أن يكون سعرًا معقولاً غير مبالغ فيه، كما أنّه ولغرض حماية جمهور المكتبين من الترويج والدعاية المضلّة التي تكون من قبل المؤسّسين لتسويق الإصدار، فقد فرضت مختلف التشريعات والقوانين العديد من القيود التي تحظر تداول الأسهم قبل التأكّد من المركز المالي للشركة؛

ج-2- الإصدارات اللاحقة في حالة زيادة رأس المال: في هذه الحالة يكون السعر من الناحية العملية قريب من القيمة السوقية للأسهم الأصلية السابقة، وذلك بسبب تفادي حدوث اضطراب في الأسواق المالية، ولأنّ ذلك يعتبر أسلوبًا عاديًا لتسعير الأسهم الجديدة بالاعتماد على قيمتها في السوق.

ثانيًا: نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار

يمكن توضيح إجراءات الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار، كما يلي:

1- نظام الاكتتاب: عند تأسيس شركة المساهمة، فإنّها تقسّم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية متساوية ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام، وإذا كانت الشركة قائمة فإنّها تطرح أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص. وعليه فالإكتتاب هو: "إعلان رغبة الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها"⁽³⁾.

(1) - جيمس بي أركبارو ورون شولتر، "الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 221.

(2) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 15.

(3) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 259.

ويعرّفه البعض الآخر بأنّه: "إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة الذي طُرِحَ، مع التعهّد بتقديم حصة في رأس المال تتمثّل في عدد من الأسهم المطروح شراؤها"¹.

وعليه فالإكتتاب يمنح المكتتب صفة المساهم إذا اكتتب في رأس مال الشركة بعد تأسيسها، أمّا المكتتبون في رأس مال الشركة قبل تأسيسها فهم المؤسّسون، فإذا انتهت إجراءات التأسيس وأعلن الإكتتاب العام سُمّي المكتتبون المساهمون في رأس مال الشركة.

ولذلك يعتبر الإكتتاب العام من أهم الإجراءات الأساسية في تأسيس الشركة، لأنّه الوسيلة المثلى لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، من خلال التوجّه لجمهور المدخرين الذين يقبلون على هذا الإكتتاب ثقةً في المشروع وفي مؤسّسيه، ومن أهم شروط الإكتتاب ما يلي:

أ. أن يكون الإكتتاب جدّيًا وحقيقيًا ولا يجوز أن يكون صوريًا، ولذلك ينبغي بأن تسدّد قيمة الأسهم فعليًا للشركة؛

ب. أن يكون الإكتتاب باتًا منجزًا ولا يجوز الرجوع فيه أو تعليقه على شرط أو أجل، ومتى تمّ الإكتتاب في رأس مال الشركة انتقل المؤسّسون إلى تمام المرحلة الأخرى من التأسيس⁽²⁾.

ويمكن لهذا الإكتتاب أن يتعلّق بما يلي:

- أ. الإكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للإكتتاب العام لأوّل مرّة؛
- ب. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب العام؛
- ج. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق، ويقتصر الإكتتاب في هذه الحالة فقط على المؤسّسين والمساهمين القدامى والحاليين في الشركة⁽³⁾.

2- طرق تصريف الإصدارات: يتم تصريف الأسهم في السوق الأولى من قبل الشركات المصدرة وفق الطرق والأساليب التالية:

أ- الأسلوب المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها وبيع أسهمهما دون تدخل وسطاء⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 17.

(2) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص: 260.

(3) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

(4) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 240.

ويكون ذلك في الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يقوم المؤسسون أو لجنة منهم وتنوب عنهم، بتصريف الإصدار وتلقي اكتتابات المستثمرين وتسليمهم شهادات الأسهم، ويجب على المؤسسين إيداع المبالغ المحصل عليها في أحد المصارف المرخص لها بذلك⁽¹⁾.

ب- أسلوب المزاد: قد يأخذ الأسلوب المباشر أيضاً طريقة المزايعة، حيث يتم من خلال هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، فيتم قبول العطاءات بالتدرج تنازلياً من السعر الأعلى إلى الأقل حتى يتم تصريف وبيع كامل الإصدار⁽²⁾.

ج- الأسلوب غير المباشر: ويتم ذلك من خلال قيام طرف ثالث نيابةً عن الشركة، بتولي عملية الاكتتاب وتسويق الأسهم التي أصدرتها الشركة للمستثمرين، وغالباً ما تتولى مصارف الاستثمار هذه المهمة باعتبارها مؤسسات مالية متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة، ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملات الشركة بالإضافة إلى المشاركة في الإصدار⁽³⁾.

ويمكن للشركات الإسلامية العاملة في مجال الأوراق المالية القيام بهذه الخدمات المهمة، فضلاً عن المصارف الإسلامية، غير أنّ ذلك مشروط بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات، ويتم تصريف الأسهم المصدرة من خلال الاتفاق بين الشركة والمصرف على أساس إحدى الطرق التالية:

ج-1- التعهد بتغطية الإصدار: حيث يتعهد مصرف الاستثمار بتصريف كامل الإصدار، وذلك بأحد الطرق التالية:

- يلتزم المصرف بشراء جميع الأسهم المصدرة ويقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى ليحقق ربحاً يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، فالمصرف يقوم هنا بدور التاجر الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر يقل عن سعر بيعها؛
- يقوم المصرف ببيع الأسهم المصدرة للجمهور، ويكون ملزماً بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها لحسابه الخاص، أي يكون أحد المكتتبين وشريكاً للجهة المصدرة⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 72.

(3) - عادل عبد الله الكيلاني، "دور الجهاز المصرفي في تشييط سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية -"، ليبيا، 2005، ص: 08.

(4) - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، دار الكتب، مصر، 2000، ص: 188.

- يقوم ببيع الأوراق المالية لعدد كبير ومنوع من المستثمرين في وقتٍ قصير.

ج-2- طريقة بذل أقصى جهد ممكن: حيث يتعهد المصرف للشركة ببذل أقصى جهد ممكن لتصرف كمية الأسهم المصدرة، وإذا تبقى جزء من الأسهم لم يتم تصريفه يقوم برده إلى الشركة المصدرة، فالمصرف يقوم بدور السمسار الذي يتولى تصريف الكمية المصدرة دون أن يتحمل أي مخاطر الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

ج-3- الترتيبات الخاصة: يقوم المصرف بترتيب عملية تصريف الإصدار الجديد إلى مستثمرين معيّنين ومحددين، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة مقابل إجراء هذه الترتيبات⁽²⁾.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيد بها، ومن هذه الضوابط ما يلي:

1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، حرّم إنشاء الشركة وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة⁽³⁾، وقد أخذ بذلك مجمع الفقه الإسلامي الذي قرّر ما يلي:

أ. بما أنّ الأصل في المعاملات الحِل، فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعّة جائز شرعاً؛

ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها⁽⁴⁾.

(1) - علاء الدين زعتري، "الخدمات المصرفية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، سوريا- لبنان، 2002، ص: 518.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 134.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 12.

(4) - قرار بشأن الأسواق المالية رقم: 63 (1/7)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 06، الجزء: 02، ص: 1273.

- 2- أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة⁽¹⁾. لأنها قد تظهر شركات وهمية ليس لها نشاط خدمي أو إنتاج معلوم أو يتضح أنّ نشاطها محرّم وغير مباح⁽²⁾.
- 3- أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محذور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز قبول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأنّ هذا الربح هو الربا بعينه، وفي ذلك قرّر مجمع الفقه الإسلامي ما نصّه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدّي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح"⁽³⁾، كما لا يجوز أيضاً قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكاً في المال والعمل، لأنّ ذلك يُعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- 4- تُعد شهادة السهم وثيقة تُثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأنّ المبيع في السهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة، وشهادة السهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- 5- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها⁽⁵⁾.
- 6- تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمهما للاكتتاب بإضافة نسبة معيّنة إلى قيمة السهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان رسم الإصدار مقدّراً تقديرًا مناسباً يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار⁽⁶⁾. وقد جاء في قرار مجمع

(1) - عباس أحمد محمد الباز، "أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك"، ورقة عمل

مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 11.

(2) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 46.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق.

(4) - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1998، ص: 172.

(5) - الهيئة الشرعية لبنك البلاد، "الضوابط الشرعية للأسهم"، قرار رقم 19، بتاريخ: 2010/03/17، متوفر على الرابط التالي:

- <http://www.bankalbilad.com/Pages/default.aspx>

(6) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 31.

الفقه الإسلامي أن: "إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً"⁽¹⁾.

7- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، ويقصد بضمان الإصدار: "الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره"، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

8- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة⁽²⁾.

9- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر⁽³⁾، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء المذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولاً فسد العقد لأن الجهالة تُفسد العقد.

رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة والوحيدة التي تنظم وترخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وقد أنشأت الهيئة سنة 1996 قسم سوق المال الإسلامي لغرض مساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيام الهيئة أيضاً بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية، وذلك بهدف تنظيم إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ولمساعدة قسم سوق المال الإسلامي من جهة أخرى وذلك في الأمور التالية:

— إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛

(1) - قرار رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 1273.

(2) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 106.

- توثيق جميع القواعد والقوانين التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، قبل عرضها على الجمهور؛
- تقديم النصائح والتوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية⁽¹⁾.
- هذا، ويتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين⁽²⁾:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه الصفات التالية:

- أ. ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل؛
- ب. لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية؛
- ج. يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة؛
- د. لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال المصارف الإسلامية.

2- تعيين مصرف إسلامي معيّن أو أي مصرف تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال فتح النوافذ الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصيح والمشورة والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أنّ جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة. والجدير بالذكر أنّ تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أمّا الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فلا تتدخل مجدّدًا إلّا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من قبل الهيئة. وقد عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية على وضع جميع مقترحات الإصدار على موقعها على شبكة الانترنت* للإطلاع عليه من قبل كل من يهّمه الأمر، حتّى يتسنى لها الاستفادة من جميع ملاحظاتهم واقتراحاتهم بهذا الشأن.

(1) - محمد أكرم لا لدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، بتاريخ: 2011/09/10،

متوفر على الرابط التالي: www.isra.my/articles/islamic-capital-Market/siskuk0html

(2) - Securities commission Malaysia, "Guidelines on the Offering of Islamic Securities", 2004, exists on the link : - www.sc.com.my/main.asp?Papied:249&Menuid:278&newsid:&kinkind:/&type

* www.se.com.my/htm/Bondmkt/fr-bondmkt.htm

المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم

تُعتبر عملية إصدار الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية أساس التعامل المالي في السوق المالية الإسلامية، وعليه سيتم تسليط الضوء على هذه العملية وأهم ضوابطها الشرعية من خلال العناصر التالية:

- أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار؛
- ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم؛
- رابعاً : إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار

يُقصد بها القواعد المتعلقة بمبادئ وشروط الإصدار وقيوده ونوعيته وحجمه وتسعيده، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - قواعد إصدار الأسهم: يمكن الاسترشاد في ذلك بقواعد وقوانين إصدار الأوراق المالية في بعض الأسواق المالية العربية كما يلي:

أ- يُقسّم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة في كل إصدار، ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، ويحدّد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، كما يجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة تكون لها نفس حقوق والتزامات أسهم الإصدارات السابقة؛

ب- على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تُخطّر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، ويجب أن يُرفق الإخطار بالبيانات والمستندات التي تحدّدتها الهيئة⁽¹⁾.

ج- ينبغي على جميع شركات المساهمة العامة عند قيامها بطرح أوراق مالية باكتتاب عام أو خاص، أن تقوم بإعداد نشرة إصدار تقدمها إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها قبل الطرح، ويجب أن تُحرّر نشرة الإصدار وفقاً للنماذج التي تُعدها الهيئة⁽²⁾.

(1) - المواد رقم: 07،02،01 من القرار رقم : 135، إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، جريدة الوقائع المصرية، العدد: 81-1993.

(2) - المادة: 02، قرار وزاري بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم: 2001/4، الجريدة الرسمية، العدد: 695، سلطنة عُمان، 2001.

د- تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها، للتحقق من مدى مطابقة هذه النشرة لمتطلبات القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذها، وذلك إذا كانت:

- لا تتفق نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها لمتطلبات القانون أو لا تتفق مع متطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛
- إذا تضمنت نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها، بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تُمكن المستثمر من إيجاد قراره الاستثماري⁽¹⁾.
- هـ- يجب على شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي ستمارسها، وذلك شرطًا لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام؛
- و- يحق للسوق أن تطلب من شركات المساهمة العامة الأعضاء، نشر أي معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين على نفقة الشركة؛
- ز- ينحصر حق تغطية إصدارات الأوراق المالية بينوك الاستثمار والشركات المالية والوكلاء؛
- ح- تستمر عملية الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ثلاثة أشهر⁽²⁾.
- ط- تزويد الهيئة بتقارير دورية أثناء فترة الطرح حول نتائج الاكتتاب، يتضمن عدد المكتتبين وجنسياتهم والأسهم المكتتب بها وطلبات الاكتتاب المرفوضة مع توضيح أسباب الرفض، وغيرها من البيانات الأخرى المتعلقة بذلك خلال الفترات الزمنية التي تحددها نشرة الإصدار، وعليه اقتراح البدائل المناسبة لتخصيص الأسهم في حالة وجود فائض في الاكتتاب العام، أو اقتراح كيفية التصرف بالأسهم غير المكتتب بها حسب الشروط الواردة في نشرة الإصدار؛
- ي- يُعد مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب مسؤولين تجاه الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين عن جبر الأضرار الناتجة عن أي إهمال يرتكبونه في أداء مهامهم وواجباتهم المحددة بموجب هذه التعليمات، ويجوز أن تتضمن الاتفاقيات المبرمة بين مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب، نصوصًا تتعلق بفرض غرامات مالية على مصارف الاكتتاب التي تتأخر عن الانتهاء من معالجة طلبات الاكتتاب خلال الفترات الزمنية الواردة بنشرة الإصدار⁽³⁾.

(1) - المادة رقم: 41، قانون الأوراق المالية رقم 76، الجريدة الرسمية، العدد: 6280، الأردن، 2002.

(2) - المواد رقم: 45، 47، 69، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(3) - القرار الإداري رقم: 2005/12، "متطلبات وشروط إصدار الأسهم في سلطنة عُمان"، 2005، ص: 11.

2 - تحديد نوع وحجم الإصدار وتسعيه: ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- نوعية الإصدار: والمقصود هنا تحديد نوع الأسهم المزمع إصدارها من قبل الشركة، ذلك أن الأسهم وكما سبق ذكره تتنوع إلى أنواع عديدة حسب وجهة النظر المتخذة أساساً للتصنيف، فمنها: الأسهم النقدية أو العينية، الأسهم الاسمية أو الإذنية أو... الخ.

ومن المهم تحديد السلطة أو الهيئة أو الجهة التي تحدّد نوعية الأسهم المقرر إصدارها، ففي القانون الفرنسي، فالقاعدة العامة أن نظام الشركة هو الذي يحدّد ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، أو يجوز أن يفرض النظام أن تكون جميع الأسهم اسمية في حين لا يمكن أن تكون جميع أسهم الشركة لحاملها⁽¹⁾.

كما فرض القانون المصري القيود والحدود المفروضة في حالة إصدار أسهم عينية، كما تمّ حظر تداول الحصص العينية قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن مدة سنتين كاملتين، حيث: "يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج، أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندجة كما حدّتها لجنة التقييم المختصة، دون إخلال بحق أصحاب الشأن في التظلم لدى لجنة التظلمات، ومع ذلك يجوز لمقدم الحصة العينية أن يؤدّي الفرق نقداً كما يجوز له أن ينسحب، وفي جميع الأحوال لا يجوز إصدار هذه الأسهم إلاّ بعد فوات ميعاد التظلم أو البث فيه⁽²⁾.

ب- حجم الإصدار: قامت أغلب قوانين الأسواق المالية المعاصرة بتحديد حجم الإصدار، وذلك لغرض عدم إغراق السوق المالية بإصدارات زائدة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، بحيث يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي يمتصّها السوق⁽³⁾.

ولذلك فإنّ حجم إصدار الأسهم يختلف من سوقٍ لآخر، ويتحكّم في تحديده أمور عديدة يتم تقديرها من قبل جهات السوق المالية المختصة بمنح ترخيص الإصدار، ومن هذه الاعتبارات:

- نوع الأسهم المزمع إصدارها؛

- الإصدار يكون بمناسبة تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها؛

- طرح هذا الإصدار في اكتتاب عام أم لا.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) - المادة: 03، "إصدار قانون سوق رأس المال"، قانون رقم: 95، الجريدة الرسمية، العدد: 25، مصر، 1992.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 14.

ولهذا يختلف حجم الإصدار في الأسواق المختلفة حسب مدى مراعاة هذه الاعتبارات.

ج- تسعير الإصدار: يُقصد بتسعير الإصدار: "تحديد السعر الذي سيتم به بيع السهم للجمهور في السوق الأولية، أي السعر الذي سيُطلب مقابل كل سهم، ويتحدد هذا السعر أساسًا على ما يستطيع السوق تحمّله، ويجب ألا يكون أعلى أو أقل من اللازم حتى يتناسب والأهداف الموضوعة⁽¹⁾.

وتختلف العوامل التي تحكم التسعير سواء في حالة الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أم في الإصدارات اللاحقة عند زيادة رأس مالها، كما يلي⁽²⁾:

ج-1- الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة: في هذه الحالة يحدّد النظام الأساسي للشركة القيمة الاسمية للأسهم، وتكون بين الحدين الأدنى والأقصى اللذين يفرضهما القانون، وتحرص الشركة على أن يكون سعرًا معقولاً غير مبالغ فيه، كما أنّه ولغرض حماية جمهور المكتبين من الترويج والدعاية المضلّة التي تكون من قبل المؤسّسين لتسويق الإصدار، فقد فرضت مختلف التشريعات والقوانين العديد من القيود التي تحظر تداول الأسهم قبل التأكد من المركز المالي للشركة؛

ج-2- الإصدارات اللاحقة في حالة زيادة رأس المال: في هذه الحالة يكون السعر من الناحية العملية قريب من القيمة السوقية للأسهم الأصلية السابقة، وذلك بسبب تفادي حدوث اضطراب في الأسواق المالية، ولأنّ ذلك يعتبر أسلوبًا عاديًا لتسعير الأسهم الجديدة بالاعتماد على قيمتها في السوق.

ثانيًا: نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار

يمكن توضيح إجراءات الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار، كما يلي:

1- نظام الاكتتاب: عند تأسيس شركة المساهمة، فإنّها تقسّم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية متساوية ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام، وإذا كانت الشركة قائمة فإنّها تطرح أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص. وعليه فالإكتتاب هو: "إعلان رغبة الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها"⁽³⁾.

(1) - جيمس بي أركبارو ورون شولتر، "الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 221.

(2) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 15.

(3) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 259.

ويعرّفه البعض الآخر بأنّه: "إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة الذي طُرِحَ، مع التعهّد بتقديم حصة في رأس المال تتمثّل في عدد من الأسهم المطروح شراؤها"¹.

وعليه فالإكتتاب يمنح المكتتب صفة المساهم إذا اكتتب في رأس مال الشركة بعد تأسيسها، أمّا المكتتبون في رأس مال الشركة قبل تأسيسها فهم المؤسّسون، فإذا انتهت إجراءات التأسيس وأعلن الإكتتاب العام سُمّي المكتتبون المساهمون في رأس مال الشركة.

ولذلك يعتبر الإكتتاب العام من أهم الإجراءات الأساسية في تأسيس الشركة، لأنّه الوسيلة المثلى لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، من خلال التوجّه لجمهور المدخرين الذين يقبلون على هذا الإكتتاب ثقةً في المشروع وفي مؤسّسيه، ومن أهم شروط الإكتتاب ما يلي:

أ. أن يكون الإكتتاب جدّيًا وحقيقيًا ولا يجوز أن يكون صوريًا، ولذلك ينبغي بأن تسدّد قيمة الأسهم فعليًا للشركة؛

ب. أن يكون الإكتتاب باتًا منجزًا ولا يجوز الرجوع فيه أو تعليقه على شرط أو أجل، ومتى تمّ الإكتتاب في رأس مال الشركة انتقل المؤسّسون إلى تمام المرحلة الأخرى من التأسيس⁽²⁾.

ويمكن لهذا الإكتتاب أن يتعلّق بما يلي:

- أ. الإكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للإكتتاب العام لأوّل مرّة؛
- ب. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب العام؛
- ج. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق، ويقتصر الإكتتاب في هذه الحالة فقط على المؤسّسين والمساهمين القدامى والحاليين في الشركة⁽³⁾.

2- طرق تصريف الإصدارات: يتم تصريف الأسهم في السوق الأولى من قبل الشركات المصدرة وفق الطرق والأساليب التالية:

أ- الأسلوب المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها وبيع أسهمهما دون تدخل وسطاء⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 17.

(2) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص: 260.

(3) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

(4) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 240.

ويكون ذلك في الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يقوم المؤسسون أو لجنة منهم وتنوب عنهم، بتصريف الإصدار وتلقي اكتتابات المستثمرين وتسليمهم شهادات الأسهم، ويجب على المؤسسين إيداع المبالغ المحصّل عليها في أحد المصارف المرخص لها بذلك⁽¹⁾.

ب- أسلوب المزاد: قد يأخذ الأسلوب المباشر أيضًا طريقة المزايعة، حيث يتم من خلال هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، فيتم قبول العطاءات بالتدرج تنازليًا من السعر الأعلى إلى الأقل حتى يتم تصريف وبيع كامل الإصدار⁽²⁾.

ج- الأسلوب غير المباشر: ويتم ذلك من خلال قيام طرف ثالث نيابةً عن الشركة، بتولي عملية الاكتتاب وتسويق الأسهم التي أصدرتها الشركة للمستثمرين، وغالبًا ما تتولّى مصارف الاستثمار هذه المهمة باعتبارها مؤسسات مالية متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة، ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملات الشركة بالإضافة إلى المشاركة في الإصدار⁽³⁾.

ويمكن للشركات الإسلامية العاملة في مجال الأوراق المالية القيام بهذه الخدمات المهمة، فضلاً عن المصارف الإسلامية، غير أنّ ذلك مشروط بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات، ويتم تصريف الأسهم المصدرة من خلال الاتفاق بين الشركة والمصرف على أساس إحدى الطرق التالية:

ج-1- التعهد بتغطية الإصدار: حيث يتعهد مصرف الاستثمار بتصريف كامل الإصدار، وذلك بأحد الطرق التالية:

- يلتزم المصرف بشراء جميع الأسهم المصدرة ويقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى ليحقق ربحاً يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، فالمصرف يقوم هنا بدور التاجر الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر يقل عن سعر بيعها؛
- يقوم المصرف ببيع الأسهم المصدرة للجمهور، ويكون ملزماً بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها لحسابه الخاص، أي يكون أحد المكتتبين وشريكاً للجهة المصدرة⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 72.

(3) - عادل عبد الله الكيلاني، "دور الجهاز المصرفي في تشييط سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية -"، ليبيا، 2005، ص: 08.

(4) - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، دار الكتب، مصر، 2000، ص: 188.

- يقوم ببيع الأوراق المالية لعدد كبير ومنوع من المستثمرين في وقتٍ قصير.

ج-2- طريقة بذل أقصى جهد ممكن: حيث يتعهد المصرف للشركة ببذل أقصى جهد ممكن لتصرف كمية الأسهم المصدرة، وإذا تبقى جزء من الأسهم لم يتم تصريفه يقوم برده إلى الشركة المصدرة، فالمصرف يقوم بدور السمسار الذي يتولّى تصريف الكمية المصدرة دون أن يتحمّل أي مخاطر الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

ج-3- الترتيبات الخاصة: يقوم المصرف بترتيب عملية تصريف الإصدار الجديد إلى مستثمرين معيّنين ومحدّدين، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة مقابل إجراء هذه الترتيبات⁽²⁾.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملّك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيّد بها، ومن هذه الضوابط ما يلي:

1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقّق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، حرّم إنشاء الشركة وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة⁽³⁾، وقد أخذ بذلك مجمع الفقه الإسلامي الذي قرّر ما يلي:

أ. بما أنّ الأصل في المعاملات الحِل، فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعّة جائز شرعاً؛

ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها⁽⁴⁾.

(1) - علاء الدين زعتري، "الخدمات المصرفية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، سوريا- لبنان، 2002، ص: 518.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 134.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 12.

(4) - قرار بشأن الأسواق المالية رقم: 63 (1/7)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 06، الجزء: 02، ص: 1273.

- 2- أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة⁽¹⁾. لأنها قد تظهر شركات وهمية ليس لها نشاط خدمي أو إنتاج معلوم أو يتضح أنّ نشاطها محرّم وغير مباح⁽²⁾.
- 3- أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محظور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز قبول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأنّ هذا الربح هو الربا بعينه، وفي ذلك قرّر مجمع الفقه الإسلامي ما نصّه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدّي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح"⁽³⁾، كما لا يجوز أيضاً قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكاً في المال والعمل، لأنّ ذلك يُعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- 4- تُعد شهادة السّهم وثيقة تُثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكيها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأنّ المبيع في السّهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة، وشهادة السّهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- 5- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها⁽⁵⁾.
- 6- تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمهما للاكتتاب بإضافة نسبة معيّنة إلى قيمة السّهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان رسم الإصدار مقدّراً تقديرًا مناسباً يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار⁽⁶⁾. وقد جاء في قرار مجمع

(1) - عباس أحمد محمد الباز، "أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك"، ورقة عمل

مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 11.

(2) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 46.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق.

(4) - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1998، ص: 172.

(5) - الهيئة الشرعية لبنك البلاد، "الضوابط الشرعية للأسهم"، قرار رقم 19، بتاريخ: 2010/03/17، متوفر على الرابط التالي:

- <http://www.bankalbilad.com/Pages/default.aspx>

(6) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 31.

الفقه الإسلامي أن: "إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً"⁽¹⁾.

7- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، ويقصد بضمان الإصدار: "الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره"، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

8- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة⁽²⁾.

9- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر⁽³⁾، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء المذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولاً فسد العقد لأن الجهالة تُفسد العقد.

رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة والوحيدة التي تنظم وترخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وقد أنشأت الهيئة سنة 1996 قسم سوق المال الإسلامي لغرض مساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيام الهيئة أيضاً بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية، وذلك بهدف تنظيم إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ولمساعدة قسم سوق المال الإسلامي من جهة أخرى وذلك في الأمور التالية:

— إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛

(1) - قرار رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 1273.

(2) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 106.

- توثيق جميع القواعد والقوانين التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، قبل عرضها على الجمهور؛
- تقديم النصائح والتوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية⁽¹⁾.
- هذا، ويتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين⁽²⁾:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه الصفات التالية:

- أ. ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل؛
- ب. لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية؛
- ج. يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة؛
- د. لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال المصارف الإسلامية.

2- تعيين مصرف إسلامي معيّن أو أي مصرف تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال فتح النوافذ الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصيح والمشورة والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أنّ جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة. والجدير بالذكر أنّ تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أمّا الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فلا تتدخل مجدداً إلا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من قبل الهيئة. وقد عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية على وضع جميع مقترحات الإصدار على موقعها على شبكة الانترنت* للإطلاع عليه من قبل كل من يهّم الأمر، حتى يتسنى لها الاستفادة من جميع ملاحظاتهم واقتراحاتهم بهذا الشأن.

(1) - محمد أكرم لا لدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، بتاريخ: 2011/09/10،

متوفر على الرابط التالي: www.isra.my/articles/islamic-capital-Market/siskuk0html

(2) - Securities commission Malaysia, "Guidelines on the Offering of Islamic Securities", 2004, exists on the link : - www.sc.com.my/main.asp?Papied:249&Menuid:278&newsid:&kinkind:/&type

* www.se.com.my/htm/Bondmkt/fr-bondmkt.htm

المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم

تُعتبر عملية إصدار الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية أساس التعامل المالي في السوق المالية الإسلامية، وعليه سيتم تسليط الضوء على هذه العملية وأهم ضوابطها الشرعية من خلال العناصر التالية:

- أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار؛
- ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم؛
- رابعاً : إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار

يُقصد بها القواعد المتعلقة بمبادئ وشروط الإصدار وقيوده ونوعيته وحجمه وتسعيده، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - قواعد إصدار الأسهم: يمكن الاسترشاد في ذلك بقواعد وقوانين إصدار الأوراق المالية في بعض الأسواق المالية العربية كما يلي:

أ- يُقسّم رأس مال شركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة في كل إصدار، ويجوز أن ينص نظام الشركة على إصدار أسهم لحاملها ويجب أن يتم الوفاء بكامل قيمتها نقداً، ويحدّد نظام الشركة قيمة السهم الاسمية، كما يجوز إصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة تكون لها نفس حقوق والتزامات أسهم الإصدارات السابقة؛

ب- على كل شركة ترغب في إصدار أوراق مالية أن تُخطّر الهيئة بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير في إجراءات الإصدار، ويجب أن يُرفق الإخطار بالبيانات والمستندات التي تحدّدتها الهيئة⁽¹⁾.

ج- ينبغي على جميع شركات المساهمة العامة عند قيامها بطرح أوراق مالية باكتتاب عام أو خاص، أن تقوم بإعداد نشرة إصدار تقدمها إلى الهيئة العامة لسوق المال لاعتمادها قبل الطرح، ويجب أن تُحرّر نشرة الإصدار وفقاً للنماذج التي تُعدها الهيئة⁽²⁾.

(1) - المواد رقم: 07،02،01 من القرار رقم : 135، إصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم 95 لسنة 1992، جريدة الوقائع المصرية، العدد: 81-1993.

(2) - المادة: 02، قرار وزاري بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال، رقم: 2001/4، الجريدة الرسمية، العدد: 695، سلطنة عُمان، 2001.

د- تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها، للتحقق من مدى مطابقة هذه النشرة لمتطلبات القانون والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه، وللمجلس رفض نشرة الإصدار أو تعليق نفاذها، وذلك إذا كانت:

- لا تتفق نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها لمتطلبات القانون أو لا تتفق مع متطلبات المصلحة العامة وحماية المستثمرين؛
- إذا تضمنت نشرة الإصدار أو أيًا من المعلومات الواردة بها، بيانات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة، أو أنها لا تتضمن معلومات جوهرية تُمكن المستثمر من إيجاد قراره الاستثماري⁽¹⁾.
- هـ- يجب على شركات المساهمة العامة تقديم ملخص وافٍ عن دراسة الجدوى الاقتصادية للأعمال التي ستمارسها، وذلك شرطًا لطرح أوراقها المالية للاكتتاب العام؛
- و- يحق للسوق أن تطلب من شركات المساهمة العامة الأعضاء، نشر أي معلومات إيضاحية حول أوضاع هذه الشركات، بما يكفل سلامة التعامل واطمئنان المستثمرين على نفقة الشركة؛
- ز- ينحصر حق تغطية إصدارات الأوراق المالية بينوك الاستثمار والشركات المالية والوكلاء؛
- ح- تستمر عملية الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة العامة لمدة لا تقل عن شهر ولا تزيد عن ثلاثة أشهر⁽²⁾.
- ط- تزويد الهيئة بتقارير دورية أثناء فترة الطرح حول نتائج الاكتتاب، يتضمن عدد المكتتبين وجنسياتهم والأسهم المكتتب بها وطلبات الاكتتاب المرفوضة مع توضيح أسباب الرفض، وغيرها من البيانات الأخرى المتعلقة بذلك خلال الفترات الزمنية التي تحددها نشرة الإصدار، وعليه اقتراح البدائل المناسبة لتخصيص الأسهم في حالة وجود فائض في الاكتتاب العام، أو اقتراح كيفية التصرف بالأسهم غير المكتتب بها حسب الشروط الواردة في نشرة الإصدار؛
- ي- يُعد مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب مسؤولين تجاه الجهة المصدرة للأوراق المالية والمكتتبين عن جبر الأضرار الناتجة عن أي إهمال يرتكبونه في أداء مهامهم وواجباتهم المحددة بموجب هذه التعليمات، ويجوز أن تتضمن الاتفاقيات المبرمة بين مدير الإصدار ومصارف الاكتتاب، نصوصًا تتعلق بفرض غرامات مالية على مصارف الاكتتاب التي تتأخر عن الانتهاء من معالجة طلبات الاكتتاب خلال الفترات الزمنية الواردة بنشرة الإصدار⁽³⁾.

(1) - المادة رقم: 41، قانون الأوراق المالية رقم 76، الجريدة الرسمية، العدد: 6280، الأردن، 2002.

(2) - المواد رقم: 45، 47، 69، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 1994.

(3) - القرار الإداري رقم: 2005/12، "متطلبات وشروط إصدار الأسهم في سلطنة عُمان"، 2005، ص: 11.

2 - تحديد نوع وحجم الإصدار وتسعيه: ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أ- نوعية الإصدار: والمقصود هنا تحديد نوع الأسهم المزمع إصدارها من قبل الشركة، ذلك أن الأسهم وكما سبق ذكره تتنوع إلى أنواع عديدة حسب وجهة النظر المتخذة أساساً للتصنيف، فمنها: الأسهم النقدية أو العينية، الأسهم الاسمية أو الإذنية أو... الخ.

ومن المهم تحديد السلطة أو الهيئة أو الجهة التي تحدّد نوعية الأسهم المقرر إصدارها، ففي القانون الفرنسي، فالقاعدة العامة أن نظام الشركة هو الذي يحدّد ما إذا كانت الأسهم اسمية أو لحاملها، أو يجوز أن يفرض النظام أن تكون جميع الأسهم اسمية في حين لا يمكن أن تكون جميع أسهم الشركة لحاملها⁽¹⁾.

كما فرض القانون المصري القيود والحدود المفروضة في حالة إصدار أسهم عينية، كما تمّ حظر تداول الحصص العينية قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر عن مدة سنتين كاملتين، حيث: "يشترط لإصدار أسهم مقابل حصة عينية أو بمناسبة الاندماج، أن تكون قيمة هذه الأسهم مطابقة لقيمة الحصة أو الحقوق المندجة كما حدّتها لجنة التقييم المختصة، دون إخلال بحق أصحاب الشأن في التظلم لدى لجنة التظلمات، ومع ذلك يجوز لمقدم الحصة العينية أن يؤدّي الفرق نقداً كما يجوز له أن ينسحب، وفي جميع الأحوال لا يجوز إصدار هذه الأسهم إلاّ بعد فوات ميعاد التظلم أو البث فيه⁽²⁾.

ب- حجم الإصدار: قامت أغلب قوانين الأسواق المالية المعاصرة بتحديد حجم الإصدار، وذلك لغرض عدم إغراق السوق المالية بإصدارات زائدة تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة، بحيث يجب أن يتم الإصدار في الحدود التي يمتصّها السوق⁽³⁾.

ولذلك فإنّ حجم إصدار الأسهم يختلف من سوقٍ لآخر، ويتحكّم في تحديده أمور عديدة يتم تقديرها من قبل جهات السوق المالية المختصة بمنح ترخيص الإصدار، ومن هذه الاعتبارات:

- نوع الأسهم المزمع إصدارها؛

- الإصدار يكون بمناسبة تأسيس الشركة أم عند زيادة رأس مالها؛

- طرح هذا الإصدار في اكتتاب عام أم لا.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) - المادة: 03، "إصدار قانون سوق رأس المال"، قانون رقم: 95، الجريدة الرسمية، العدد: 25، مصر، 1992.

(3) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 14.

ولهذا يختلف حجم الإصدار في الأسواق المختلفة حسب مدى مراعاة هذه الاعتبارات.

ج- تسعير الإصدار: يُقصد بتسعير الإصدار: "تحديد السعر الذي سيتم به بيع السهم للجمهور في السوق الأولية، أي السعر الذي سيُطلب مقابل كل سهم، ويتحدد هذا السعر أساسًا على ما يستطيع السوق تحمّله، ويجب ألا يكون أعلى أو أقل من اللازم حتى يتناسب والأهداف الموضوعة⁽¹⁾.

وتختلف العوامل التي تحكم التسعير سواء في حالة الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة أم في الإصدارات اللاحقة عند زيادة رأس مالها، كما يلي⁽²⁾:

ج-1- الإصدارات الأصلية عند تأسيس الشركة: في هذه الحالة يحدّد النظام الأساسي للشركة القيمة الاسمية للأسهم، وتكون بين الحدين الأدنى والأقصى اللذين يفرضهما القانون، وتحرص الشركة على أن يكون سعرًا معقولاً غير مبالغ فيه، كما أنّه ولغرض حماية جمهور المكتبين من الترويج والدعاية المضلّة التي تكون من قبل المؤسّسين لتسويق الإصدار، فقد فرضت مختلف التشريعات والقوانين العديد من القيود التي تحظر تداول الأسهم قبل التأكّد من المركز المالي للشركة؛

ج-2- الإصدارات اللاحقة في حالة زيادة رأس المال: في هذه الحالة يكون السعر من الناحية العملية قريب من القيمة السوقية للأسهم الأصلية السابقة، وذلك بسبب تفادي حدوث اضطراب في الأسواق المالية، ولأنّ ذلك يعتبر أسلوبًا عاديًا لتسعير الأسهم الجديدة بالاعتماد على قيمتها في السوق.

ثانيًا: نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار

يمكن توضيح إجراءات الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار، كما يلي:

1- نظام الاكتتاب: عند تأسيس شركة المساهمة، فإنّها تقسّم رأس مالها إلى أسهم ذات قيمة اسمية متساوية ثم تطرح الأسهم للاكتتاب العام، وإذا كانت الشركة قائمة فإنّها تطرح أسهمها الجديدة للاكتتاب الخاص. وعليه فالإكتتاب هو: "إعلان رغبة الاشتراك في المشروع الذي تقوم به الشركة مقابل دفع حصة في رأس مالها"⁽³⁾.

(1) - جيمس بي أركبارو ورون شولتز، "الاكتتاب: دليل رجال الأعمال حول كيفية طرح شركاتهم الخاصة للاكتتاب العام"، الدار الدولية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص: 221.

(2) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 15.

(3) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 259.

ويعرّفه البعض الآخر بأنّه: "إعلان الإرادة في الاشتراك في مشروع الشركة الذي طُرِحَ، مع التعهّد بتقديم حصة في رأس المال تتمثّل في عدد من الأسهم المطروح شراؤها"¹.

وعليه فالإكتتاب يمنح المكتتب صفة المساهم إذا اكتتب في رأس مال الشركة بعد تأسيسها، أمّا المكتتبون في رأس مال الشركة قبل تأسيسها فهم المؤسّسون، فإذا انتهت إجراءات التأسيس وأعلن الإكتتاب العام سُمّي المكتتبون المساهمون في رأس مال الشركة.

ولذلك يعتبر الإكتتاب العام من أهم الإجراءات الأساسية في تأسيس الشركة، لأنّه الوسيلة المثلى لتجميع الجزء الأكبر من رأس مال الشركة، من خلال التوجّه لجمهور المدخرين الذين يقبلون على هذا الإكتتاب ثقةً في المشروع وفي مؤسّسيه، ومن أهم شروط الإكتتاب ما يلي:

أ. أن يكون الإكتتاب جدّيًا وحقيقيًا ولا يجوز أن يكون صوريًا، ولذلك ينبغي بأن تسدّد قيمة الأسهم فعليًا للشركة؛

ب. أن يكون الإكتتاب باتًا منجزًا ولا يجوز الرجوع فيه أو تعليقه على شرط أو أجل، ومتى تمّ الإكتتاب في رأس مال الشركة انتقل المؤسّسون إلى تمام المرحلة الأخرى من التأسيس⁽²⁾.

ويمكن لهذا الإكتتاب أن يتعلّق بما يلي:

- أ. الإكتتاب في شركات تحت التأسيس تطرح أسهمها للإكتتاب العام لأوّل مرّة؛
- ب. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب العام؛
- ج. الإكتتاب في زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل من شركات الإكتتاب المغلق، ويقتصر الإكتتاب في هذه الحالة فقط على المؤسّسين والمساهمين القدامى والحاليين في الشركة⁽³⁾.

2- طرق تصريف الإصدارات: يتم تصريف الأسهم في السوق الأولى من قبل الشركات المصدرة وفق الطرق والأساليب التالية:

أ- الأسلوب المباشر: ويتم من خلال قيام الشركات المصدرة بالاتصال بالمستثمرين المحتملين لتسويق إصدارها وبيع أسهمهما دون تدخل وسطاء⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 17.

(2) - خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مرجع سابق، ص: 260.

(3) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 131.

(4) - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 240.

ويكون ذلك في الشركات المغلقة التي لا تطرح أسهمها في اكتتاب عام، حيث يقوم المؤسسون أو لجنة منهم وتنوب عنهم، بتصرف الإصدار وتلقي اكتتابات المستثمرين وتسليمهم شهادات الأسهم، ويجب على المؤسسين إيداع المبالغ المحصل عليها في أحد المصارف المرخص لها بذلك⁽¹⁾.

ب- أسلوب المزاد: قد يأخذ الأسلوب المباشر أيضاً طريقة المزادة، حيث يتم من خلال هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، فيتم قبول العطاءات بالتدرج تنازلياً من السعر الأعلى إلى الأقل حتى يتم تصريف وبيع كامل الإصدار⁽²⁾.

ج- الأسلوب غير المباشر: ويتم ذلك من خلال قيام طرف ثالث نيابةً عن الشركة، بتولي عملية الاكتتاب وتسويق الأسهم التي أصدرتها الشركة للمستثمرين، وغالباً ما تتولى مصارف الاستثمار هذه المهمة باعتبارها مؤسسات مالية متخصصة تتمتع بقدر كبير من الخبرة، ويعتمد عليها في الحصول على المشورة والنصيحة اللازمة حيال معاملات الشركة بالإضافة إلى المشاركة في الإصدار⁽³⁾.

ويمكن للشركات الإسلامية العاملة في مجال الأوراق المالية القيام بهذه الخدمات المهمة، فضلاً عن المصارف الإسلامية، غير أنّ ذلك مشروط بتدريب العاملين لديها تدريباً عملياً جيداً للقيام بهذا النوع من الخدمات، ويتم تصريف الأسهم المصدرة من خلال الاتفاق بين الشركة والمصرف على أساس إحدى الطرق التالية:

ج-1- التعهد بتغطية الإصدار: حيث يتعهد مصرف الاستثمار بتصريف كامل الإصدار، وذلك بأحد الطرق التالية:

- يلتزم المصرف بشراء جميع الأسهم المصدرة ويقوم بإعادة بيعها للجمهور بسعر أعلى ليحقق ربحاً يمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، فالمصرف يقوم هنا بدور التاجر الذي يحصل على الكمية المصدرة بسعر يقل عن سعر بيعها؛
- يقوم المصرف ببيع الأسهم المصدرة للجمهور، ويكون ملزماً بشراء الأسهم التي لم يتم الاكتتاب عليها لحسابه الخاص، أي يكون أحد المكتتبين وشريكاً للجهة المصدرة⁽⁴⁾.

(1) - نزيه محمد الصادق المهدي، مرجع سابق، ص: 23.

(2) - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 72.

(3) - عادل عبد الله الكيلاني، "دور الجهاز المصرفي في تشييط سوق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية -"، ليبيا، 2005، ص: 08.

(4) - طارق طه، "إدارة البنوك ونظم المعلومات المصرفية"، دار الكتب، مصر، 2000، ص: 188.

- يقوم ببيع الأوراق المالية لعدد كبير ومنوع من المستثمرين في وقتٍ قصير.

ج-2- طريقة بذل أقصى جهد ممكن: حيث يتعهد المصرف للشركة ببذل أقصى جهد ممكن لتصرف كمية الأسهم المصدرة، وإذا تبقى جزء من الأسهم لم يتم تصريفه يقوم برده إلى الشركة المصدرة، فالمصرف يقوم بدور السمسار الذي يتولى تصريف الكمية المصدرة دون أن يتحمل أي مخاطر الإصدار، وذلك مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً⁽¹⁾.

ج-3- الترتيبات الخاصة: يقوم المصرف بترتيب عملية تصريف الإصدار الجديد إلى مستثمرين معيّنين ومحددين، وذلك مقابل عمولة يتقاضاها من الجهة المصدرة مقابل إجراء هذه الترتيبات⁽²⁾.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم

إنّ عملية إصدار وتملك الأسهم لها ضوابط شرعية ينبغي الالتزام والتقيّد بها، ومن هذه الضوابط ما يلي:

1- يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، حرّم إنشاء الشركة وحرّم تبعاً لذلك إصدار الأسهم التي تتكوّن منها هذه الشركة⁽³⁾، وقد أخذ بذلك مجمع الفقه الإسلامي الذي قرّر ما يلي:

أ. بما أنّ الأصل في المعاملات الحِل، فإنّ تأسيس شركة مساهمة ذات أغراض وأنشطة مشروعّة جائز شرعاً؛

ب. لا خلاف في حرمة الإسهام في شركات غرضها الأساسي محرّم، كالتعامل بالربا أو إنتاج المحرّمات أو المتاجرة بها⁽⁴⁾.

(1) - علاء الدين زعتري، "الخدمات المصرفية وموقف الشريعة الإسلامية منها"، دار الكلم الطيب، سوريا- لبنان، 2002، ص: 518.

(2) - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 134.

(3) - عبد السلام فيغو، مرجع سابق، ص: 12.

(4) - قرار بشأن الأسواق المالية رقم: 63 (1/7)، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد: 06، الجزء: 02، ص: 1273.

- 2- أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة ومعلومة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهته، فلا يجوز التعامل في أسهم شركات يجهل المساهم فيها حقيقة الشركة⁽¹⁾. لأنها قد تظهر شركات وهمية ليس لها نشاط خدمي أو إنتاج معلوم أو يتضح أنّ نشاطها محرّم وغير مباح⁽²⁾.
- 3- أن لا يترتب على التعامل بالأسهم أي محظور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز قبول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها حق الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أم خسرت، لأنّ هذا الربح هو الربا بعينه، وفي ذلك قرّر مجمع الفقه الإسلامي ما نصّه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها خصائص مالية تؤدّي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح"⁽³⁾، كما لا يجوز أيضاً قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكاً في المال والعمل، لأنّ ذلك يُعد من قبيل أكل أموال الناس بالباطل⁽⁴⁾.
- 4- تُعد شهادة السّهم وثيقة تُثبت ملكية المساهم لحصة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة باسم مالكها أو لأمره، ولا مانع أن تكون لحاملها، لأنّ المبيع في السّهم لحامله هو حصة شائعة في الشركة، وشهادة السّهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة؛
- 5- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، إمّا حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة، وإمّا بالقيمة السوقية سواء كان بعلاوة إصدار أم بدونها⁽⁵⁾.
- 6- تقوم بعض الشركات عند طرح أسهمهما للاكتتاب بإضافة نسبة معيّنة إلى قيمة السّهم تعرف برسم الإصدار لغرض تغطية تكاليف إجراءات إصدار الأسهم، وهذا لا مانع منه شرعاً إذا كان رسم الإصدار مقدّراً تقديرًا مناسباً يتوافق مع التكاليف الفعلية للإصدار⁽⁶⁾. وقد جاء في قرار مجمع

(1) - عباس أحمد محمد الباز، "أحكام الربح الناشئ عن المساهمة في الشركات التي فيها شبهة من حيث التصرف والامتلاك"، ورقة عمل

مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 11.

(2) - أحمد السعد، مرجع سابق، ص: 46.

(3) - قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مرجع سابق.

(4) - محمد عثمان شبير، "المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي"، دار النفائس، الأردن، 1998، ص: 172.

(5) - الهيئة الشرعية لبنك البلاد، "الضوابط الشرعية للأسهم"، قرار رقم 19، بتاريخ: 2010/03/17، متوفر على الرابط التالي:

<http://www.bankalbilad.com/Pages/default.aspx>

(6) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 31.

الفقه الإسلامي أن: "إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم لتغطية مصاريف الإصدار، لا مانع منها شرعاً ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرًا مناسباً"⁽¹⁾.

7- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان، ويقصد بضمان الإصدار: "الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بضمان جميع الإصدار من الأسهم، أو جزء من ذلك الإصدار، وهو تعهد من الملتزم بالاكتتاب في كل ما تبقى مما لم يكتب فيه غيره"، وهذا لا مانع منه شرعاً، إذا كان تعهد الملتزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل الملتزم على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان، مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

8- يجوز أن تقوم الشركة بتفسيط قيمة السهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، فيعتبر المكتتب مشتركاً بما عجل دفعه وملتزماً بزيادة رأس ماله في الشركة، شرط أن يكون التفسيط يشمل جميع الأسهم، وتظل مسؤولية الشركة بكامل رأس مالها المعلن بالنسبة للغير، لأنه هو القدر الذي حصل العلم والرضا به من المتعاملين مع الشركة⁽²⁾.

9- ينبغي أن تكون الأسهم صادرة عن شركة تتوافر فيها قواعد الشركة من المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر⁽³⁾، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء المذكور عند التعاقد، فإن كان مجهولاً فسد العقد لأن الجهالة تُفسد العقد.

رابعاً: إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة والوحيدة التي تنظم وترخص إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، وقد أنشأت الهيئة سنة 1996 قسم سوق المال الإسلامي لغرض مساعدة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى قيام الهيئة أيضاً بإنشاء هيئة الرقابة الشرعية، وذلك بهدف تنظيم إصدار الأوراق المالية الإسلامية من جهة، ولمساعدة قسم سوق المال الإسلامي من جهة أخرى وذلك في الأمور التالية:

— إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور التي تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية؛

(1) - قرار رقم: 63 (1/7) بشأن الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص: 1273.

(2) - أشرف محمد دوابة، "الاستثمار والمضاربة في الأسهم والسندات من منظور إسلامي"، مرجع سابق، ص: 33.

(3) - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 106.

- توثيق جميع القواعد والقوانين التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، قبل عرضها على الجمهور؛
- تقديم النصائح والتوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية⁽¹⁾.
- هذا، ويتوجب على الشركة التي تنوي إصدار أوراق مالية إسلامية أن تقوم بتعيين⁽²⁾:

1- مستشار شرعي مستقل ومعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، تتوافر فيه الصفات التالية:

- أ. ألا يكون قد أعلن إفلاسه من قبل؛
- ب. لم يرتكب أي جريمة تستوجب العقوبة الجنائية؛
- ج. يتمتع بالأخلاق الحسنة والسمعة الطيبة؛
- د. لديه المؤهلات العلمية في مجال فقه المعاملات وأصول الفقه، مع خبرة لا تقل عن ثلاث سنوات في مجال أعمال المصارف الإسلامية.

2- تعيين مصرف إسلامي معيّن أو أي مصرف تقليدي مرخص من قبل البنك المركزي الماليزي للتعامل بمعاملات البنوك الإسلامية من خلال فتح النوافذ الإسلامية:

والغرض من هذا التعيين هو تقديم النصح والمشورة والتوجيه للشركة المصدرة في كل ما يتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية، مثل: الوثائق والملفات المطلوبة، تعليمات الإصدار، وكل الإجراءات الإدارية والتنفيذية التي تتعلق بالإصدار، بالإضافة إلى التأكد من أنّ جميع الإجراءات تتوافق وأحكام الشريعة. والجدير بالذكر أنّ تقرير شرعية الإصدار هو من مهام المستشار الشرعي فقط، أمّا الهيئة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية فلا تتدخل مجدداً إلا في حالة إصدار أوراق مالية إسلامية بعقد جديد لم يكن من قبل، أو إذا كانت هناك بعض الإشكاليات العالقة التي تحتاج إلى قرار نهائي وحاسم من قبل الهيئة. وقد عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية على وضع جميع مقترحات الإصدار على موقعها على شبكة الانترنت* للإطلاع عليه من قبل كل من يهّم الأمر، حتى يتسنى لها الاستفادة من جميع ملاحظاتهم واقتراحاتهم بهذا الشأن.

(1) - محمد أكرم لا لدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، بتاريخ: 2011/09/10،

متوفر على الرابط التالي: www.isra.my/articles/islamic-capital-Market/siskuk0html

(2) - Securities commission Malaysia, "Guidelines on the Offering of Islamic Securities", 2004, exists on the link : - www.sc.com.my/main.asp?Papied:249&Menuid:278&newsid:&kinkind:/&type

* www.se.com.my/htm/Bondmkt/fr-bondmkt.htm

المبحث الثالث:

دور أسهم الشركات الإسلامية في تطوير سوق الكويت للأوراق المالية

لقد شهدت سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الأخيرة، إقبالاً واسعاً على الأسهم الإسلامية من قبل المستثمرين الأفراد والصناديق والمحافظ الاستثمارية، ويرجع السبب في ذلك إلى الفورة التي تشهدها صناعة المال الإسلامية في الكويت خصوصاً وفي منطقة الخليج عمومًا، وقد تمّ اختيار سوق الكويت للدراسة، وذلك لاحتوائه على عدد كبير من الشركات المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية مقارنةً بالأسواق المالية الأخرى، حيث أنّ الأكثرية في سوق الكويت في الوقت الحالي لأسهم الشركات التي تتوافق أنشطتها وأحكام الشريعة الإسلامية.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية؛
- المطلب الثاني : أهمية الشركات الإسلامية في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم وأهم الأسواق الخليجية، حيث تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وللوقوف على طبيعة وأهمية، والخصائص العامة التي تميز سوق الكويت للأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية؛
- ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يمكن توضيح نشأة وتطور وأهم وظائف وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1 - نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية: لقد صدر أول قانون يهتم بمعاملات الأوراق المالية سنة 1962، وكان مُنصَّباً بشكل خاص على الأوراق المالية الأجنبية، وفي سنة 1970 صدر أول قانون يهتم بتنظيم المعاملات بالأوراق المالية.

وفي سنة 1972 تمّ افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، تولّى العاملون فيها مهمّة تجميع ما يتم تداوله يومياً من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمّت يومها، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أبريل من سنة 1977 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سمّيت بسوق الكويت للأوراق المالية، التي ظلّت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983.

حيث وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وصار سوق الكويت للأوراق المالية يباشر نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرّخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001، وقد استمر إصدار التنظيمات والإجراءات، وأحياناً قوانين مثل قانون الإفصاح، وذلك من وقتٍ لآخر ووفقاً للحاجة، أو رد فعل لمشكلة معيّنة أو ظرف محدّد، وبعدها تمّ إصدار قانون هيئة أسواق المال

سنة 2010 ولائحته التنفيذية سنة 2011، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة⁽¹⁾.

2 - وظائف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية، في ما يلي⁽²⁾:

- أ. يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- ب. يعمل سوق الكويت من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية، ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- ج. يقوم السوق وبناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية، بإبداء الرأي و تقديم المشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، في ما يتعلق بالمراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها؛
- د. يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- هـ. العمل على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- و. العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

(1) - عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) - قرار وزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 23.

3- دور سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم السوق المالي: يتولّى سوق الكويت للأوراق

المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، ولأجل ذلك فهو يقوم بما يلي:

- أ. تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ب. تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ج. تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفّر الحماية للمتعاملين؛
- د. تطوير السوق المالي على نحوٍ يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- هـ. تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانيًا: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية

يتميّز سوق الكويت للأوراق المالية بعدة خصائص يمكن توضيحها في العناصر التالية:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: بدأت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بالارتفاع، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2006 حوالي 181 شركة ليصل في سنة 2012 إلى 211 شركة، وإلى 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي خلال النصف الأول من سنة 2013، تتوزّع هذه الشركات على 13 قطاع أساسي كما يلي:

جدول رقم (10): عدد الشركات المسجّلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013

القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع
■ النفط والغاز	08	■ بنوك	12
■ مواد أساسية	05	■ تأمين	08
■ صناعية	39	■ عقار	39
■ سلع استهلاكية	07	■ خدمات مالية	55
■ رعاية صحية	03	■ أدوات مالية	01
■ خدمات استهلاكية	16	■ تكنولوجيا	04
■ اتصالات	03		
إجمالي السوق الرسمي		200	

❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من

سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 كما يلي:

جدول رقم(11): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013

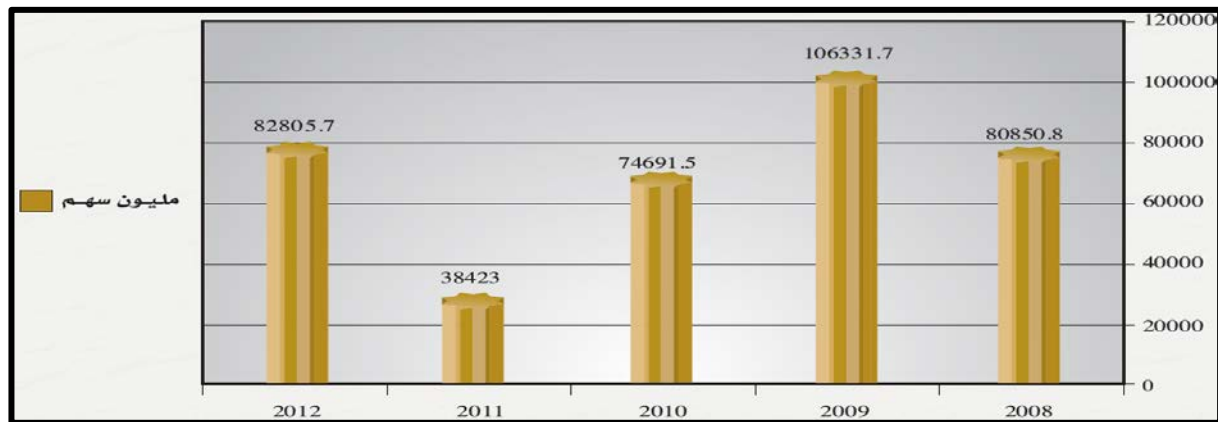
السنة	مؤشرات التداول			نسبة التغير السنوي		
	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات (بالألف)	عدد الأسهم	القيمة	الصفقات المنفذة
2008	80850,8	35747,1	1997,7	14,8	(3,4)	(4,9)
2009	106 331,7	21 828,9	1939,1	31,5	(38,9)	(2,9)
2010	74 691,5	12 526,3	1254,1	(29,8)	(42,6)	(35,3)
2011	38423,0	6068,3	618,4	(48,6)	(51,6)	(50,6)
2012	82 805,7	7 215,9	1 204,9	115,5	18,9	94,8
الربع الأول 2012	27,491	2405	324,5	214	96	145,29
الربع الثاني 2012	21,016	1710	284,2	(23,5)	(28,9)	(12,3)
الربع الثالث 2012	12,898	1234	243,7	(38,6)	(27,8)	(14,3)
الربع الرابع 2012	21,355	1854	352,5	65,6	50,2	44,8
الربع الأول 2013	33,403	2469	508,3	56,0	33,0	44,1
الربع الثاني 2013	55,318	5012	861,2	65,6	129,9	60,5

❖ المصدر: _ أنظر :

- التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.
- التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

ولتوضيح تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر سيتم إدراج الأشكال التالية:

شكل رقم(02): تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

من خلال الجدول أعلاه والشكل الذي يليه، يتّضح أنّ حجم التداول قد ارتفع من 80850,8 مليون سهم في سنة 2008 إلى 106 331,7 مليون سهم سنة 2009، أمّا سنة 2010 فقد اتّسمت تداولات السوق بتراجع نسبي حيث انخفض حجم التداول إلى 74 691,5 مليون سهم، ليستمر في الانخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة تقارب 48,6 % مقارنةً بعام 2010، كما شهدت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 ارتفاعاً في حجم التداول مقارنةً بسنة 2011، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 82,805 مليون سهم بقيمة إجمالية 7215 دينار موزعة على 1205 ألف صفقة.

شكل رقم (03): تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

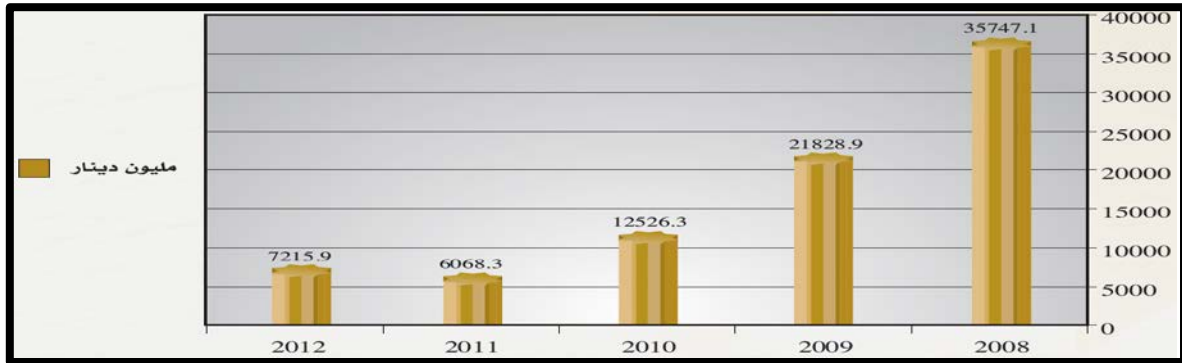


❖ المصدر: - التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

من خلال الشكل أعلاه، يتّضح أنّ الربع الثاني من سنة 2013 شهد النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 55318 مليون سهم، كانت قيمتها 5012 مليون دينار، وهذا على خلاف الربع الثالث من سنة 2012 الذي شهد انخفاض محسوس، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 12896 مليون سهم، كانت قيمتها 1234 مليون دينار كويتي.

وعموماً ورغم التذبذب صعوداً وهبوطاً بين سنة وأخرى وربع وآخر، فقد شهد عام 2009 أعلى معدلات الارتفاع، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 106331,7 مليون سهم كانت قيمتها 21828,9 مليون دينار، في حين شهدت سنة 2011 أعلى معدلات التراجع والتي بلغت 38423,0 مليون سهم بلغت قيمتها 6 068,3 مليون دينار، وبالتالي يتّضح أنّ عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الأخيرة (2008 – النصف الأول 2013).

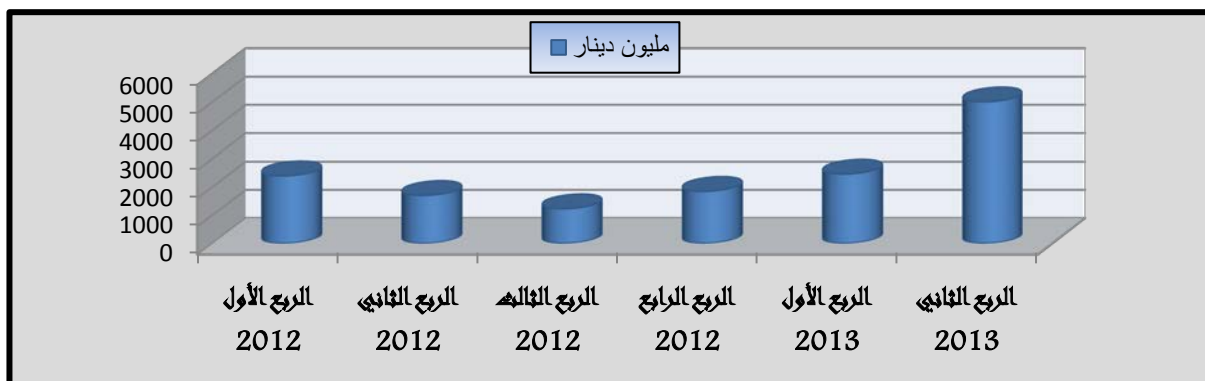
شكل رقم(04): تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 – 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

لقد تميّز حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 بالانخفاض المستمر والمتتالي، فبينما كانت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 35747,1 مليون دينار سنة 2008، انخفضت إلى 21828,9 سنة 2009، واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 6068,3 سنة 2011، وعموماً فإن قيم التداولات شهدت انخفاضاً ملحوظاً قاربت نسبته الـ 52 % سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010، وذلك بفعل استمرار انعكاس تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي والشركات المدرجة في السوق، أما سنة 2012 فقد انتعش حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جديد وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى حوالي 7215,9 مليون دينار كويتي.

شكل رقم(05): تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

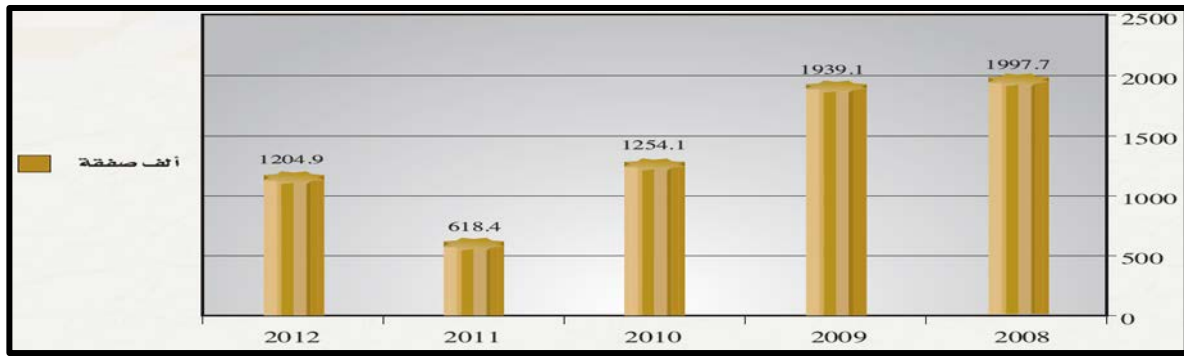


❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

بصورة مشابحة لتذبذب كمية التداولات صعوداً وهبوطاً بين ربع وآخر، كان كذلك حال قيم هذه التداولات، وقد شهد الربع الثاني من سنة 2013 أعلى معدلات ارتفاع هذه القيمة، حيث بلغت أعلى قيمها ومقدارها 5012 مليون دينار، في الوقت الذي شهد فيه الربع الثالث من سنة 2012 الانخفاض الأكبر حيث بلغت أقل قيمها ومقدارها 1234 مليون دينار.

أما بالنسبة لعدد الصفقات التي تم تنفيذها في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 فيمكن توضيحها من خلال الأشكال التالية:

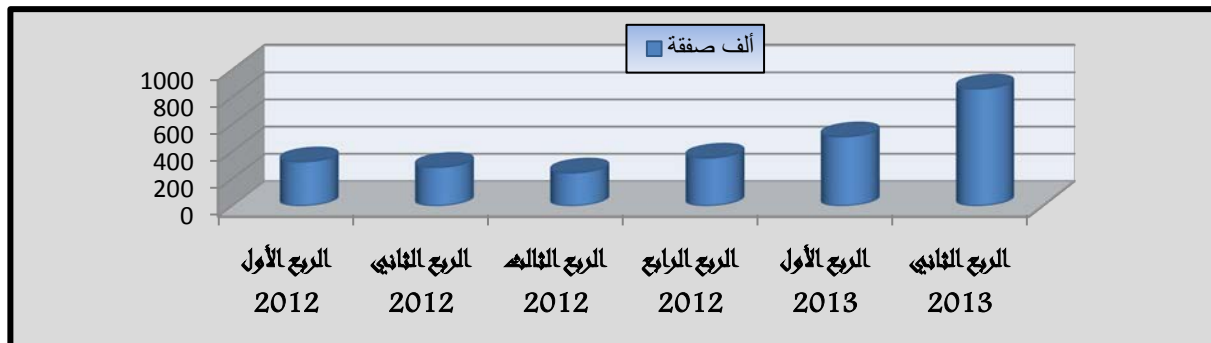
شكل رقم (06): تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 31.

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ عدد الصفقات المنقّذة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 في انخفاضٍ مستمرٍ ومتتالي، باستثناء سنة 2012 التي تميّزت بانتعاشٍ وتحسّن ملحوظ في عدد الصفقات المنقّذة، وقد شهدت سنة 2008 أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 1997,7 ألف صفقة، في حين شهدت سنة 2011 أقل عدد من الصفقات المنقّذة حيث قُدّرت بـ 618,4 ألف صفقة.

شكل رقم (07): تطوّر عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

يتّضح من الشكل السابق أنّ الربع الثاني من سنة 2013 قد شهد أكبر عدد من الصفقات المنقّدة ومقدارها 861,2 ألف صفقة، أمّا الربع الثالث من سنة 2012 فقد شهد العدد الأقل منها ومقداره 243,7 ألف صفقة ونسبة تقل عن 14,3%.

3 - القيمة السوقية: فيما يتعلّق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 30.072 ألف دينار كويتي في نهاية الربع الثاني من سنة 2013، أي بارتفاع قاربت نسبته 1.9% مقارنةً مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأوّل من نفس العام، حيث بلغت فيه القيمة السوقية نحو 29.513 مليار دولار، أي أنّ السوق قد أضاف نحو 558.6 مليون دينار كويتي الى قيمته في ثلاثة شهور، وعند المقارنة مع نهاية سنة 2012، يتبيّن أنّ القيمة السوقية قد ارتفعت بنحو 1.435 مليار دينار كويتي، أي بنسبة بلغت نحو 5% حين كانت القيمة نحو 28.637 ألف دينار كويتي.

في حين ارتفعت القيمة السوقية سنة 2012 وبلغت نحو 29376,5 ألف دينار كويتي من خلال 250 يوم تداول، وذلك مقارنةً بـ 24052,5 سنة 2011، مسجّلةً بذلك ارتفاعاً قدره 22%. وفيما ارتفعت أسعار 139 شركة مدرجة وانخفضت أسعار 52 شركة، حافظت 05 شركات على مستوى أسعارها وذلك خلال الربع الثاني من سنة 2013.

4 - المؤشرات القطاعية: توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم(12): نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات	
		مليون سهم	% من السوق	مليون دينار	% من السوق	ألف صفقة	% من السوق
النفط والغاز	08	2387,39	2,88	156,76	2,17	40,5	3,37
مواد أساسية	05	384,38	0,46	112,70	1,56	14,4	1,20
صناعية	39	9196,13	11,11	760,37	10,45	145,1	12,04
سلع استهلاكية	07	536,11	0,65	73,97	1,03	13,3	1,11
رعاية صحية	03	46,65	0,06	23,06	0,32	1,37	0,11
خدمات استهلاكية	16	471,89	0,57	92,39	1,28	24,55	2,04
اتصالات	03	3705,26	4,47	692,67	9,60	64,63	5,36
بنوك	12	5559,80	6,71	1456,52	20,18	98,07	8,14
تأمين	08	11,606	0,01	3,11	0,04	1,58	0,13
عقار	39	23162,85	27,97	1410,08	19,54	280,9	23,31
خدمات مالية	55	36552,49	44,14	2350,26	32,57	498,6	41,38
أدوات مالية	1	0,376	0,00	0,496	0,01	1	0,00

تكنولوجيا	4	359,07	0,43	28.777	0,4	8,66	0,72
موازي	14	431,61	0,52	54,685	0,76	13,05	1,08
الإجمالي	214	82805,6	100	7215.9	100	1 204,9	100

❖ المصدر: _ التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 44,14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 36552,4 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2350,2 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 32,57% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 498,6 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 41,38% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات المالية 55 شركة من أصل 214 شركة مدرجة في السوق، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 27,97% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 23162,8 مليون سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 1410,08 مليون دينار أي بنسبة 19,54% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 280,9 ألف صفقة أي بنسبة 23,3% من الإجمالي، في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 11,11% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 9196,1 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 760,3 مليون دينار بنسبة 10,54% من الإجمالي موزعة على 145,1 ألف صفقة أي بنسبة 12,04% من إجمالي الصفقات المنفّذة في السوق، ثم تليها القطاعات الأخرى للسوق بنسب متفاوتة.

جدول رقم (13): نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال التّصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
		مليون سهم	مليون دينار	ألف صفقة
		% من السوق	% من السوق	% من السوق
النفط والغاز	08	3298,002	282,105	66,802
مواد أساسية	05	194,55	53,273	10,222
صناعية	39	10890,958	941,751	164,95
سلع استهلاكية	07	1042,59	122,686	20,294
رعاية صحية	03	33,90	19,394	838
خدمات استهلاكية	16	606,52	116,070	26,424
اتصالات	03	1316,16	241,298	28,913
بنوك	12	5160,26	1200,217	85,609
تأمين	08	155,48	15,075	6,231

عقار	39	30645,58	34.54	2069,081	27.65	413,065	30.16
خدمات مالية	55	32788,51	36.96	2212,015	29.56	486,635	35.53
أدوات مالية	01	-	-	-	-	-	-
تكنولوجيا	04	395,321	0.45	43,721	0.58	15,265	1.11
موازي	14	2194,105	2.47	165,509	2.21	44,324	3.24
الإجمالي	214	88,721,997	100	7482,202	100	1,369,580	100

www.kse.com.kw/A/KSE/

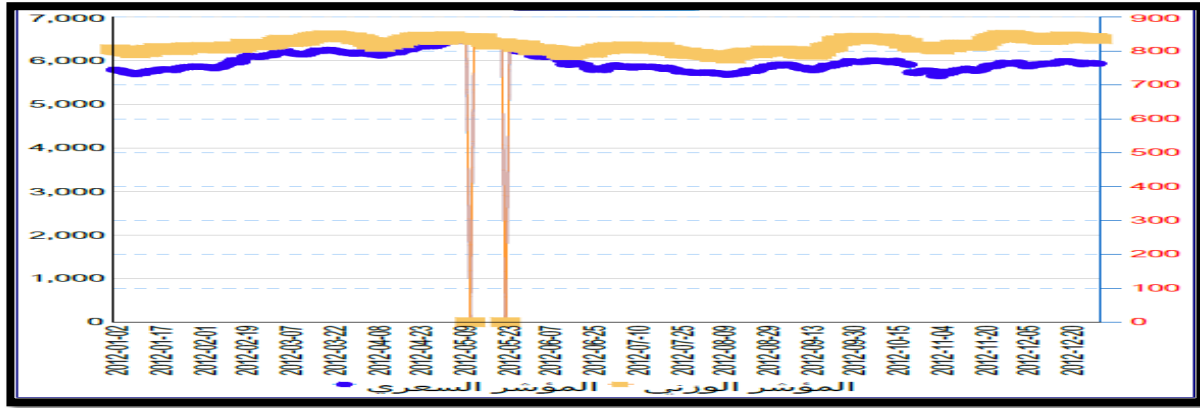
❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 36,96% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 32788,51 مليون سهم كما احتل الصدارة من حيث القيمة التي وصلت إلى 2212,015 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 29,56% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 486,635 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 35,53% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات 55 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 34,54% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013، أي نحو 30645,58 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2069,081 مليون دينار أي بنسبة 27.65% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 413,065 ألف صفقة أي بنسبة 30.16% من الإجمالي، ويضم قطاع العقار 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 12.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 10890,95 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 941,751 مليون دينار وبنسبة 12.59% من الإجمالي، موزعة على 164,958 ألف صفقة أي بنسبة 12.04% من إجمالي الصفقات المنفذة في السوق، ويضم قطاع الصناعية 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

5 - المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية: يمكن توضيح الأداء العام للمؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013 كما يلي:

شكل رقم(08): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012

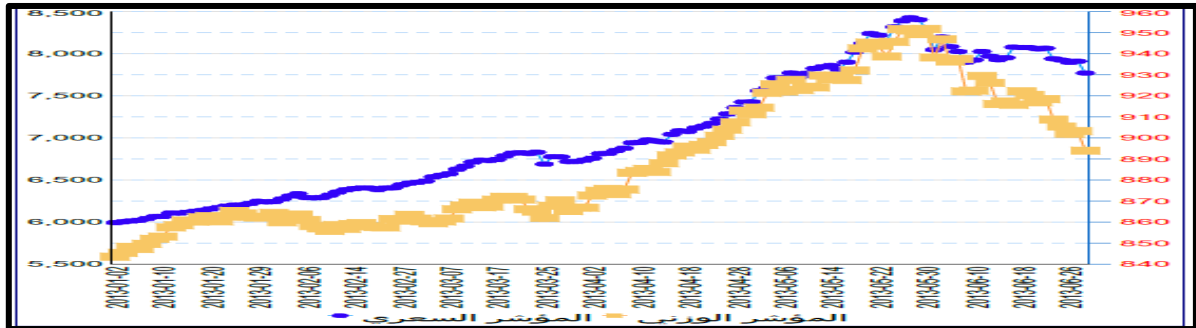


- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 العديد من الأحداث التي أسفرت عن تحقيق مكاسب محدودة، حيث أنهى المؤشر العام للسوق تعاملات سنة 2012 مستقرًا عند مستوى 5934 نقطة، وعلى مستوى المؤشر الوزني أنهى مستقرًا عند مستوى 417 نقطة، وهي نفس مستويات المؤشر في فيفري 2011 والتي كانت تعبر عن أدنى مستوى بلغة السوق تحديداً منذ سبتمبر 2004، وبالتالي فهناك تماثل كبير في حركة السوق بين سنتي 2011 و2012، وهو ما يوحي بأن السوق يدور في حلقة مفرغة كما يدل على الوضع الاقتصادي العام الذي يراوح مكانه، خصوصاً أن السوق عند مستويات متدنية تاريخياً، حيث سيطر النهج المضاربي على مجمل أداء سوق الكويت سنة 2012، نتيجةً لاستمرار الزخم المضاربي الذي يُعد السمة الغالبة على أداء السوق منذ سنتين.

شكل رقم(09): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال التّصف الأول من سنة 2013



- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير التّصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

لقد حقق السوق خلال النصف الأول من سنة 2013 مكاسب استثنائية والتي انطلقت شرارتها منذ الاسبوع الأول للتداول، كانت بمثابة نقلة مؤثرة في وضع السوق وتطلعات المستثمرين على المدى المتوسط، حيث كان الارتفاع متواصل وعبر مراحل، بلغ مستوى 6200 نقطة بشهره الأول واخترق حاجز 6450 في شهره الثاني واستمر في الارتفاع إلى أن بلغ قمته في أواخر شهر جوان عند 7772 نقطة مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 1838 نقطة عن الاقفال المسجل بتاريخ 2012/12/31، كما بلغ المؤشر الوزني للسوق 447 نقطة مرتفعاً بذلك 29.35 نقطة عن الاقفال المسجل بنهاية الفترة السابقة، وبذلك فقد حقق المؤشر العام مكاسب فاقت معدل 13%، في حين لم تتعد المؤشرات الموزونة في متوسطها نسبة 3%، ذلك أن شريحة واسعة من الأسهم صغيرة رأس المال حققت مكاسب كبيرة واستحوذت على المعدل الأكبر من مستوى السيولة المتداولة، ولذلك ورغم استمرار المؤشر السعري بحصد المكاسب إلا أن حركة المؤشرات الموزونة توضح الركود الذي يلف تداولات الأسهم القيادية.

وعموماً، هناك العديد من العوامل منها المحلية والعالمية التي ساهمت في تحقيق مؤشرات السوق هذه المكاسب المحدودة، تتمثل المحلية منها في: غياب المحفزات الايجابية التي تدفع السوق في الاتجاه الاستثماري، واستمرار ضعف أداء صناع السوق نظراً لاستمرار المشاكل المالية لدى عدد كبير من الشركات التي تقوم بدور صانع السوق، وتدني أسعار كثير من الأسهم القيادية والثقيلة وانخفاضها إلى ما دون مستوى الدينار لأول مرة منذ فترة طويلة نتيجة انخفاض معدلات الثقة في السوق، بالإضافة إلى تأثر السوق بالأوضاع السياسية ذات التأثير السلبي على مجمل أداء السوق...

أما العوامل الخارجية فيتمثل أهمها في: تفاقم أزمة الديون السيادية في أوروبا، وقيام عدد من الدول الأوروبية باعتماد خطط تقشف لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، فضلاً عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي، وهو ما انعكس بشكل أو بآخر على أسواق المنطقة، بالإضافة إلى استمرار آثار الربيع العربي، حيث كان لذلك تداعيات سلبية على كثير من البورصات الخليجية.

المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم وأهم الأسواق الخليجية، حيث تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وللقوف على طبيعة وأهمية، والخصائص العامة التي تميز سوق الكويت للأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية؛
- ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يمكن توضيح نشأة وتطور وأهم وظائف وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1 - نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية: لقد صدر أول قانون يهتم بمعاملات الأوراق المالية سنة 1962، وكان مُنصّباً بشكل خاص على الأوراق المالية الأجنبية، وفي سنة 1970 صدر أول قانون يهتم بتنظيم المعاملات بالأوراق المالية.

وفي سنة 1972 تمّ افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، تولّى العاملون فيها مهمّة تجميع ما يتم تداوله يومياً من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمّت يومها، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصّة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أفريل من سنة 1977 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سمّيت بسوق الكويت للأوراق المالية، التي ظلّت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983.

حيث وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وصار سوق الكويت للأوراق المالية يباشر نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرّخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001، وقد استمر إصدار التنظيمات والإجراءات، وأحياناً قوانين مثل قانون الإفصاح، وذلك من وقتٍ لآخر ووفقاً للحاجة، أو رد فعل لمشكلة معيّنة أو ظرف محدّد، وبعدها تمّ إصدار قانون هيئة أسواق المال

سنة 2010 ولائحته التنفيذية سنة 2011، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة⁽¹⁾.

2 - وظائف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية، في ما يلي⁽²⁾:

- أ. يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- ب. يعمل سوق الكويت من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية، ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- ج. يقوم السوق وبناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية، بإبداء الرأي و تقديم المشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، في ما يتعلق بالمراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها؛
- د. يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- هـ. العمل على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- و. العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

(1) - عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) - قرار وزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 23.

3- دور سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم السوق المالي: يتولّى سوق الكويت للأوراق

المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، ولأجل ذلك فهو يقوم بما يلي:

- أ. تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ب. تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ج. تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفّر الحماية للمتعاملين؛
- د. تطوير السوق المالي على نحوٍ يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- هـ. تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانيًا: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية

يتميّز سوق الكويت للأوراق المالية بعدّة خصائص يمكن توضيحها في العناصر التالية:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: بدأت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بالارتفاع، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2006 حوالي 181 شركة ليصل في سنة 2012 إلى 211 شركة، وإلى 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي خلال النصف الأول من سنة 2013، تتوزّع هذه الشركات على 13 قطاع أساسي كما يلي:

جدول رقم (10): عدد الشركات المسجّلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013

القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع
■ النفط والغاز	08	■ بنوك	12
■ مواد أساسية	05	■ تأمين	08
■ صناعية	39	■ عقار	39
■ سلع استهلاكية	07	■ خدمات مالية	55
■ رعاية صحية	03	■ أدوات مالية	01
■ خدمات استهلاكية	16	■ تكنولوجيا	04
■ اتصالات	03		
إجمالي السوق الرسمي		200	

❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من

سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 كما يلي:

جدول رقم(11): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013

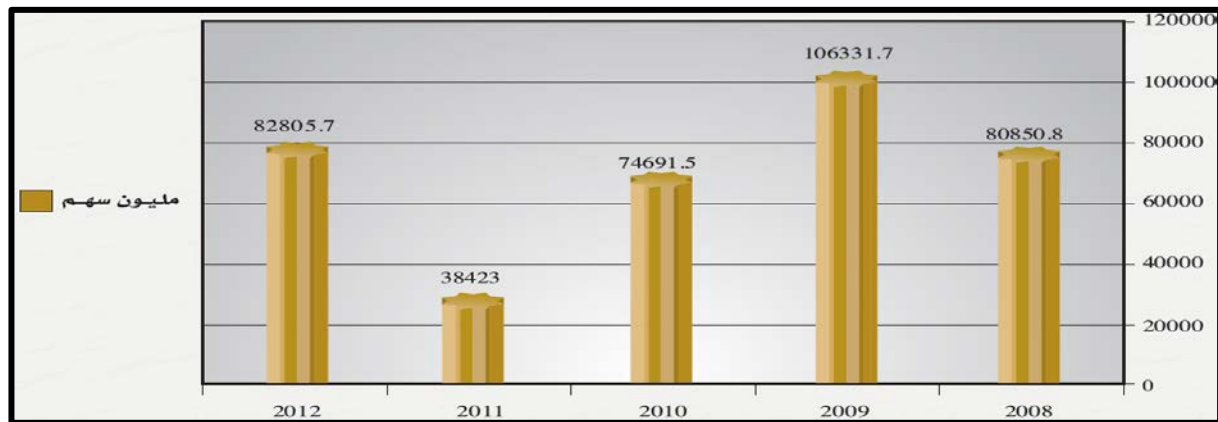
السنة	مؤشرات التداول			نسبة التغير السنوي		
	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات (بالألف)	عدد الأسهم	القيمة	الصفقات المنفذة
2008	80850,8	35747,1	1997,7	14,8	(3,4)	(4,9)
2009	106 331,7	21 828,9	1939,1	31,5	(38,9)	(2,9)
2010	74 691,5	12 526,3	1254,1	(29,8)	(42,6)	(35,3)
2011	38423,0	6068,3	618,4	(48,6)	(51,6)	(50,6)
2012	82 805,7	7 215,9	1 204,9	115,5	18,9	94,8
الربع الأول 2012	27,491	2405	324,5	214	96	145,29
الربع الثاني 2012	21,016	1710	284,2	(23,5)	(28,9)	(12,3)
الربع الثالث 2012	12,898	1234	243,7	(38,6)	(27,8)	(14,3)
الربع الرابع 2012	21,355	1854	352,5	65,6	50,2	44,8
الربع الأول 2013	33,403	2469	508,3	56,0	33,0	44,1
الربع الثاني 2013	55,318	5012	861,2	65,6	129,9	60,5

❖ المصدر: _ أنظر :

- التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.
- التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

ولتوضيح تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر سيتم إدراج الأشكال التالية:

شكل رقم(02): تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

من خلال الجدول أعلاه والشكل الذي يليه، يتّضح أنّ حجم التداول قد ارتفع من 80850,8 مليون سهم في سنة 2008 إلى 106 331,7 مليون سهم سنة 2009، أمّا سنة 2010 فقد اتّسمت بتداولات السوق بتراجع نسبي حيث انخفض حجم التداول إلى 74 691,5 مليون سهم، ليستمر في الانخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة تقارب 48,6 % مقارنةً بعام 2010، كما شهدت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 ارتفاعاً في حجم التداول مقارنةً بسنة 2011، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 82,805 مليون سهم بقيمة إجمالية 7215 دينار موزعة على 1205 ألف صفقة.

شكل رقم (03): تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

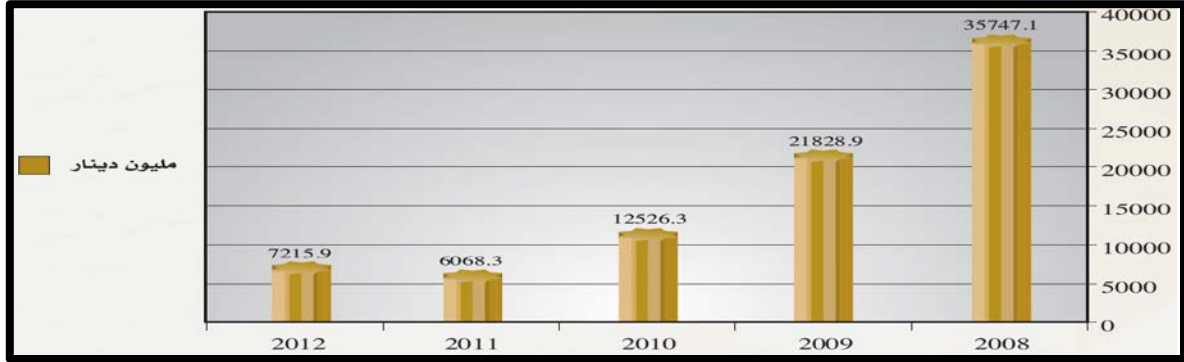


❖ المصدر: - التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

من خلال الشكل أعلاه، يتّضح أنّ الربع الثاني من سنة 2013 شهد النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 55318 مليون سهم، كانت قيمتها 5012 مليون دينار، وهذا على خلاف الربع الثالث من سنة 2012 الذي شهد انخفاض محسوس، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 12896 مليون سهم، كانت قيمتها 1234 مليون دينار كويتي.

وعموماً ورغم التذبذب صعوداً وهبوطاً بين سنة وأخرى وربع وآخر، فقد شهد عام 2009 أعلى معدلات الارتفاع، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 106331,7 مليون سهم كانت قيمتها 21828,9 مليون دينار، في حين شهدت سنة 2011 أعلى معدلات التراجع والتي بلغت 38423,0 مليون سهم بلغت قيمتها 6 068,3 مليون دينار، وبالتالي يتّضح أنّ عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الأخيرة (2008 – النصف الأول 2013).

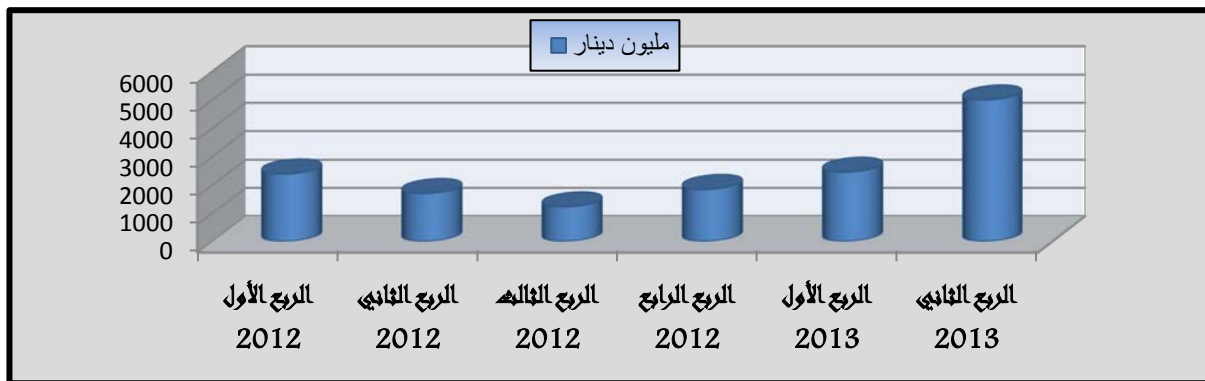
شكل رقم(04): تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 – 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

لقد تميّز حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 بالانخفاض المستمر والمتتالي، فبينما كانت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 35747,1 مليون دينار سنة 2008، انخفضت إلى 21828,9 سنة 2009، واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 6068,3 سنة 2011، وعموماً فإن قيم التداولات شهدت انخفاضاً ملحوظاً قاربت نسبته الـ 52 % سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010، وذلك بفعل استمرار انعكاس تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي والشركات المدرجة في السوق، أما سنة 2012 فقد انتعش حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جديد وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى حوالي 7215,9 مليون دينار كويتي.

شكل رقم(05): تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

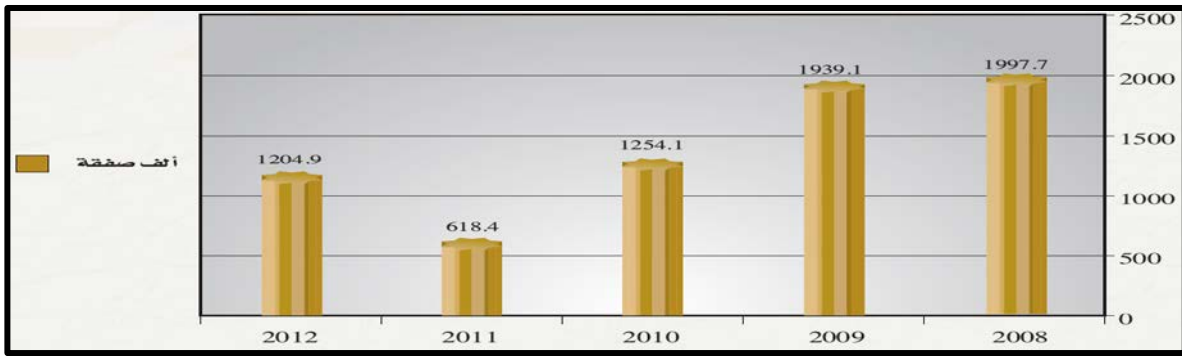


❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

بصورة مشابحة لتذبذب كمية التداولات صعوداً وهبوطاً بين ربع وآخر، كان كذلك حال قيم هذه التداولات، وقد شهد الربع الثاني من سنة 2013 أعلى معدلات ارتفاع هذه القيمة، حيث بلغت أعلى قيمها ومقدارها 5012 مليون دينار، في الوقت الذي شهد فيه الربع الثالث من سنة 2012 الانخفاض الأكبر حيث بلغت أقل قيمها ومقدارها 1234 مليون دينار.

أما بالنسبة لعدد الصفقات التي تم تنفيذها في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 فيمكن توضيحها من خلال الأشكال التالية:

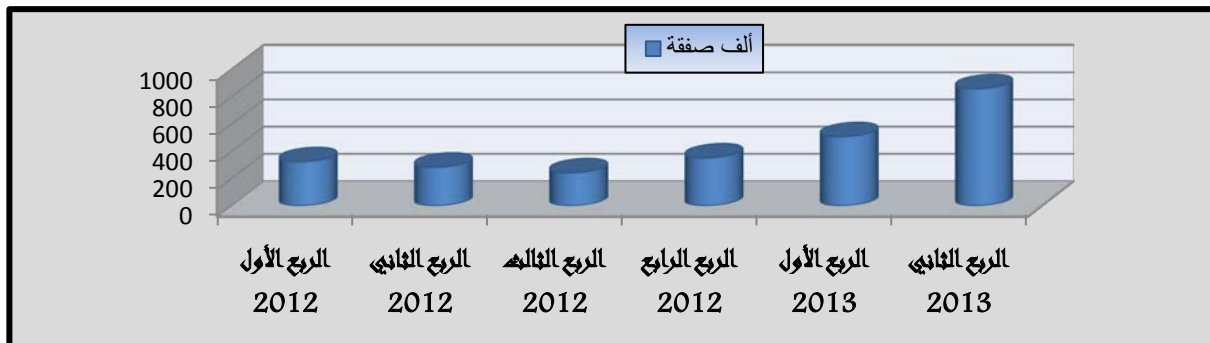
شكل رقم (06): تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 31.

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ عدد الصفقات المنقّذة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 في انخفاضٍ مستمرٍ ومتتالي، باستثناء سنة 2012 التي تميّزت بانتعاشٍ وتحسّن ملحوظ في عدد الصفقات المنقّذة، وقد شهدت سنة 2008 أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 1997,7 ألف صفقة، في حين شهدت سنة 2011 أقل عدد من الصفقات المنقّذة حيث قُدّرت بـ 618,4 ألف صفقة.

شكل رقم (07): تطوّر عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

يتّضح من الشكل السابق أنّ الربع الثاني من سنة 2013 قد شهد أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 861,2 ألف صفقة، أمّا الربع الثالث من سنة 2012 فقد شهد العدد الأقل منها ومقداره 243,7 ألف صفقة ونسبة تقل عن 14,3%.

3 - القيمة السوقية: فيما يتعلّق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 30.072 ألف دينار كويتي في نهاية الربع الثاني من سنة 2013، أي بارتفاع قاربت نسبته 1.9% مقارنةً مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأوّل من نفس العام، حيث بلغت فيه القيمة السوقية نحو 29.513 مليار دولار، أي أنّ السوق قد أضاف نحو 558.6 مليون دينار كويتي الى قيمته في ثلاثة شهور، وعند المقارنة مع نهاية سنة 2012، يتبيّن أنّ القيمة السوقية قد ارتفعت بنحو 1.435 مليار دينار كويتي، أي بنسبة بلغت نحو 5% حين كانت القيمة نحو 28.637 ألف دينار كويتي.

في حين ارتفعت القيمة السوقية سنة 2012 وبلغت نحو 29376,5 ألف دينار كويتي من خلال 250 يوم تداول، وذلك مقارنةً بـ 24052,5 سنة 2011، مسجّلةً بذلك ارتفاعاً قدره 22%. وفيما ارتفعت أسعار 139 شركة مدرجة وانخفضت أسعار 52 شركة، حافظت 05 شركات على مستوى أسعارها وذلك خلال الربع الثاني من سنة 2013.

4 - المؤشرات القطاعية: توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم(12): نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات	
		مليون سهم	% من السوق	مليون دينار	% من السوق	ألف صفقة	% من السوق
النفط والغاز	08	2387,39	2,88	156,76	2,17	40,5	3,37
مواد أساسية	05	384,38	0,46	112,70	1,56	14,4	1,20
صناعية	39	9196,13	11,11	760,37	10,45	145,1	12,04
سلع استهلاكية	07	536,11	0,65	73,97	1,03	13,3	1,11
رعاية صحية	03	46,65	0,06	23,06	0,32	1,37	0,11
خدمات استهلاكية	16	471,89	0,57	92,39	1,28	24,55	2,04
اتصالات	03	3705,26	4,47	692,67	9,60	64,63	5,36
بنوك	12	5559,80	6,71	1456,52	20,18	98,07	8,14
تأمين	08	11,606	0,01	3,11	0,04	1,58	0,13
عقار	39	23162,85	27,97	1410,08	19,54	280,9	23,31
خدمات مالية	55	36552,49	44,14	2350,26	32,57	498,6	41,38
أدوات مالية	1	0,376	0,00	0,496	0,01	1	0,00

تكنولوجيا	4	359,07	0,43	28.777	0,4	8,66	0,72
موازي	14	431,61	0,52	54,685	0,76	13,05	1,08
الإجمالي	214	82805,6	100	7215,9	100	1 204,9	100

❖ المصدر: _ التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 44,14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 36552,4 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2350,2 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 32,57% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 498,6 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 41,38% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات المالية 55 شركة من أصل 214 شركة مدرجة في السوق، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 27,97% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 23162,8 مليون سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 1410,08 مليون دينار أي بنسبة 19,54% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 280,9 ألف صفقة أي بنسبة 23,3% من الإجمالي، في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 11,11% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 9196,1 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 760,3 مليون دينار بنسبة 10,54% من الإجمالي موزعة على 145,1 ألف صفقة أي بنسبة 12,04% من إجمالي الصفقات المنفّذة في السوق، ثم تليها القطاعات الأخرى للسوق بنسب متفاوتة.

جدول رقم (13): نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال التّصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
		مليون سهم	مليون دينار	ألف صفقة
		% من السوق	% من السوق	% من السوق
النفط والغاز	08	3298,002	282,105	66,802
مواد أساسية	05	194,55	53,273	10,222
صناعية	39	10890,958	941,751	164,95
سلع استهلاكية	07	1042,59	122,686	20,294
رعاية صحية	03	33,90	19,394	838
خدمات استهلاكية	16	606,52	116,070	26,424
اتصالات	03	1316,16	241,298	28,913
بنوك	12	5160,26	1200,217	85,609
تأمين	08	155,48	15,075	6,231

عقار	39	30645,58	34.54	2069,081	27.65	413,065	30.16
خدمات مالية	55	32788,51	36.96	2212,015	29.56	486,635	35.53
أدوات مالية	01	-	-	-	-	-	-
تكنولوجيا	04	395,321	0.45	43,721	0.58	15,265	1.11
موازي	14	2194,105	2.47	165,509	2.21	44,324	3.24
الإجمالي	214	88,721,997	100	7482,202	100	1,369,580	100

www.kse.com.kw/A/KSE/

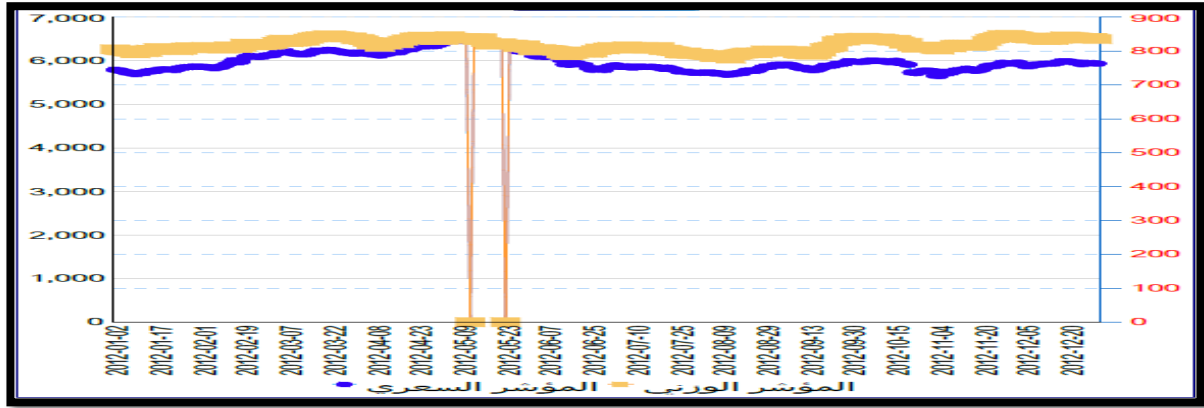
❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 36,96% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 32788,51 مليون سهم كما احتل الصدارة من حيث القيمة التي وصلت إلى 2212,015 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 29,56% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 486,635 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 35,53% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات 55 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 34,54% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013، أي نحو 30645,58 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2069,081 مليون دينار أي بنسبة 27.65% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 413,065 ألف صفقة أي بنسبة 30.16% من الإجمالي، ويضم قطاع العقار 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 12.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 10890,95 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 941,751 مليون دينار وبنسبة 12.59% من الإجمالي، موزعة على 164,958 ألف صفقة أي بنسبة 12.04% من إجمالي الصفقات المنفذة في السوق، ويضم قطاع الصناعية 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

5 - المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية: يمكن توضيح الأداء العام للمؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013 كما يلي:

شكل رقم (08): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012

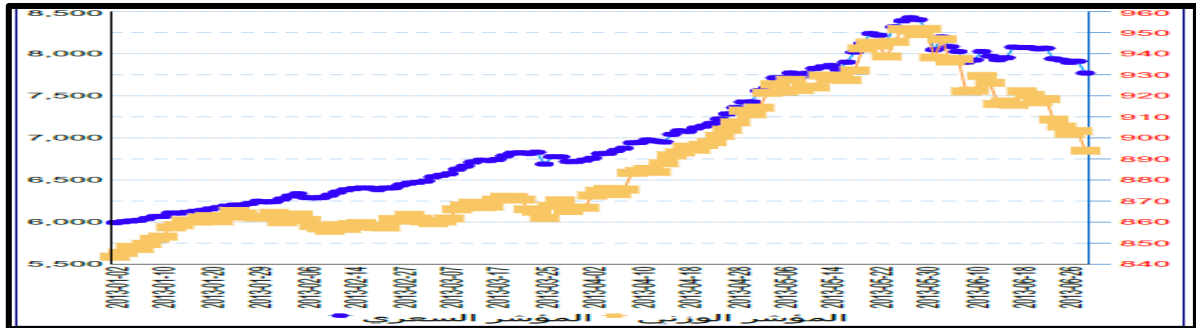


- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 العديد من الأحداث التي أسفرت عن تحقيق مكاسب محدودة، حيث أنهى المؤشر العام للسوق تعاملات سنة 2012 مستقرًا عند مستوى 5934 نقطة، وعلى مستوى المؤشر الوزني أنهى مستقرًا عند مستوى 417 نقطة، وهي نفس مستويات المؤشر في فيفري 2011 والتي كانت تعبر عن أدنى مستوى بلغة السوق تحديداً منذ سبتمبر 2004، وبالتالي فهناك تماثل كبير في حركة السوق بين سنتي 2011 و2012، وهو ما يوحي بأن السوق يدور في حلقة مفرغة كما يدل على الوضع الاقتصادي العام الذي يراوح مكانه، خصوصاً أن السوق عند مستويات متدنية تاريخياً، حيث سيطر النهج المضاري على مجمل أداء سوق الكويت سنة 2012، نتيجةً لاستمرار الزخم المضاري الذي يُعد السمة الغالبة على أداء السوق منذ سنتين.

شكل رقم (09): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال التّصف الأول من سنة 2013



- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير التّصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

لقد حقق السوق خلال النصف الأول من سنة 2013 مكاسب استثنائية والتي انطلقت شرارتها منذ الاسبوع الأول للتداول، كانت بمثابة نقلة مؤثرة في وضع السوق وتطلّعات المستثمرين على المدى المتوسط، حيث كان الارتفاع متواصل وعبر مراحل، بلغ مستوى 6200 نقطة بشهره الأول واخترق حاجز 6450 في شهره الثاني واستمر في الارتفاع إلى أن بلغ قمته في أواخر شهر جوان عند 7772 نقطة مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 1838 نقطة عن الاقفال المسجل بتاريخ 2012/12/31، كما بلغ المؤشر الوزني للسوق 447 نقطة مرتفعاً بذلك 29.35 نقطة عن الاقفال المسجل بنهاية الفترة السابقة، وبذلك فقد حقق المؤشر العام مكاسب فاقت معدل 13%، في حين لم تتعد المؤشرات الموزونة في متوسطها نسبة 3%، ذلك أن شريحة واسعة من الأسهم صغيرة رأس المال حققت مكاسب كبيرة واستحوذت على المعدل الأكبر من مستوى السيولة المتداولة، ولذلك ورغم استمرار المؤشر السعري بحصد المكاسب إلا أن حركة المؤشرات الموزونة توضح الركود الذي يلف تداولات الأسهم القيادية.

وعموماً، هناك العديد من العوامل منها المحلية والعالمية التي ساهمت في تحقيق مؤشرات السوق هذه المكاسب المحدودة، تتمثل المحلية منها في: غياب المحفزات الايجابية التي تدفع السوق في الاتجاه الاستثماري، واستمرار ضعف أداء صناع السوق نظراً لاستمرار المشاكل المالية لدى عدد كبير من الشركات التي تقوم بدور صانع السوق، وتدني أسعار كثير من الأسهم القيادية والثقيلة وانخفاضها إلى ما دون مستوى الدينار لأول مرة منذ فترة طويلة نتيجة انخفاض معدلات الثقة في السوق، بالإضافة إلى تأثر السوق بالأوضاع السياسية ذات التأثير السلبي على مجمل أداء السوق...

أما العوامل الخارجية فيتمثل أهمها في: تفاقم أزمة الديون السيادية في أوروبا، وقيام عدد من الدول الأوروبية باعتماد خطط تقشف لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، فضلاً عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي، وهو ما انعكس بشكل أو بآخر على أسواق المنطقة، بالإضافة إلى استمرار آثار الربيع العربي، حيث كان لذلك تداعيات سلبية على كثير من البورصات الخليجية.

المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم وأهم الأسواق الخليجية، حيث تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وللقوف على طبيعة وأهمية، والخصائص العامة التي تميز سوق الكويت للأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية؛
- ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يمكن توضيح نشأة وتطور وأهم وظائف وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1 - نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية: لقد صدر أول قانون يهتم بمعاملات الأوراق المالية سنة 1962، وكان مُنصَّباً بشكل خاص على الأوراق المالية الأجنبية، وفي سنة 1970 صدر أول قانون يهتم بتنظيم المعاملات بالأوراق المالية.

وفي سنة 1972 تمّ افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، تولّى العاملون فيها مهمّة تجميع ما يتم تداوله يومياً من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمّت يومها، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أبريل من سنة 1977 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سمّيت بسوق الكويت للأوراق المالية، التي ظلّت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983.

حيث وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وصار سوق الكويت للأوراق المالية يباشر نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرّخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001، وقد استمر إصدار التنظيمات والإجراءات، وأحياناً قوانين مثل قانون الإفصاح، وذلك من وقتٍ لآخر ووفقاً للحاجة، أو رد فعل لمشكلة معيّنة أو ظرف محدّد، وبعدها تمّ إصدار قانون هيئة أسواق المال

سنة 2010 ولائحته التنفيذية سنة 2011، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة⁽¹⁾.

2 - وظائف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية، في ما يلي⁽²⁾:

- أ. يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- ب. يعمل سوق الكويت من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية، ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- ج. يقوم السوق وبناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية، بإبداء الرأي و تقديم المشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، في ما يتعلق بالمراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها؛
- د. يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- هـ. العمل على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- و. العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

(1) - عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) - قرار وزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 23.

3- دور سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم السوق المالي: يتولّى سوق الكويت للأوراق

المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، ولأجل ذلك فهو يقوم بما يلي:

- أ. تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ب. تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ج. تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفّر الحماية للمتعاملين؛
- د. تطوير السوق المالي على نحوٍ يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- هـ. تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانيًا: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية

يتميّز سوق الكويت للأوراق المالية بعدة خصائص يمكن توضيحها في العناصر التالية:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: بدأت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بالارتفاع، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2006 حوالي 181 شركة ليصل في سنة 2012 إلى 211 شركة، وإلى 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي خلال النصف الأول من سنة 2013، تتوزّع هذه الشركات على 13 قطاع أساسي كما يلي:

جدول رقم (10): عدد الشركات المسجلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
■ النفط والغاز	08	■ بنوك	12
■ مواد أساسية	05	■ تأمين	08
■ صناعية	39	■ عقار	39
■ سلع استهلاكية	07	■ خدمات مالية	55
■ رعاية صحية	03	■ أدوات مالية	01
■ خدمات استهلاكية	16	■ تكنولوجيا	04
■ اتصالات	03		
إجمالي السوق الرسمي		200	

❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من

سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 كما يلي:

جدول رقم(11): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013

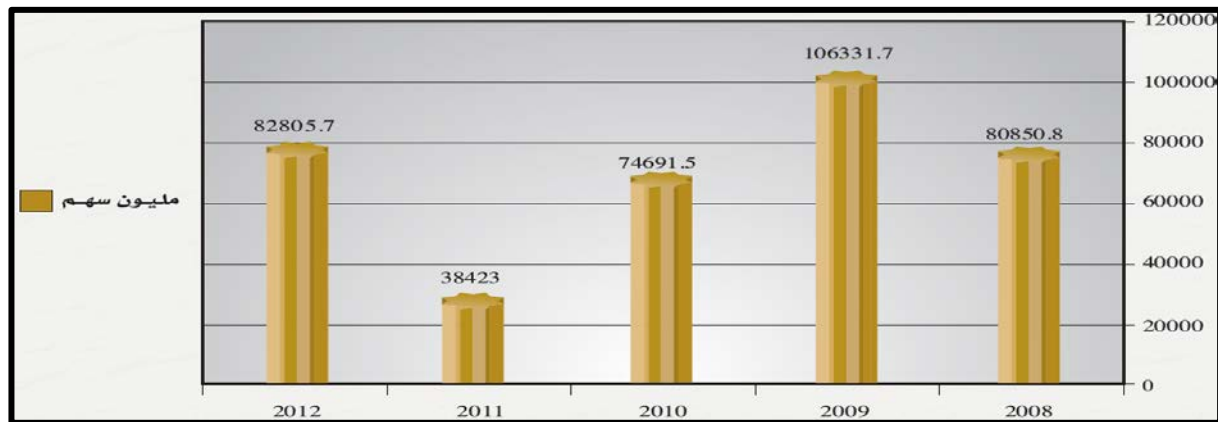
السنة	مؤشرات التداول			نسبة التغير السنوي		
	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات (بالألف)	عدد الأسهم	القيمة	الصفقات المنفذة
2008	80850,8	35747,1	1997,7	14,8	(3,4)	(4,9)
2009	106 331,7	21 828,9	1939,1	31,5	(38,9)	(2,9)
2010	74 691,5	12 526,3	1254,1	(29,8)	(42,6)	(35,3)
2011	38423,0	6068,3	618,4	(48,6)	(51,6)	(50,6)
2012	82 805,7	7 215,9	1 204,9	115,5	18,9	94,8
الربع الأول 2012	27,491	2405	324,5	214	96	145,29
الربع الثاني 2012	21,016	1710	284,2	(23,5)	(28,9)	(12,3)
الربع الثالث 2012	12,898	1234	243,7	(38,6)	(27,8)	(14,3)
الربع الرابع 2012	21,355	1854	352,5	65,6	50,2	44,8
الربع الأول 2013	33,403	2469	508,3	56,0	33,0	44,1
الربع الثاني 2013	55,318	5012	861,2	65,6	129,9	60,5

❖ المصدر: _ أنظر :

- التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.
- التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

ولتوضيح تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر سيتم إدراج الأشكال التالية:

شكل رقم(02): تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

من خلال الجدول أعلاه والشكل الذي يليه، يتّضح أنّ حجم التداول قد ارتفع من 80850,8 مليون سهم في سنة 2008 إلى 106 331,7 مليون سهم سنة 2009، أمّا سنة 2010 فقد اتّسمت بتداولات السوق بتراجع نسبي حيث انخفض حجم التداول إلى 74 691,5 مليون سهم، ليستمر في الانخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة تقارب 48,6 % مقارنةً بعام 2010، كما شهدت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 ارتفاعاً في حجم التداول مقارنةً بسنة 2011، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 82,805 مليون سهم بقيمة إجمالية 7215 دينار موزعة على 1205 ألف صفقة.

شكل رقم (03): تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

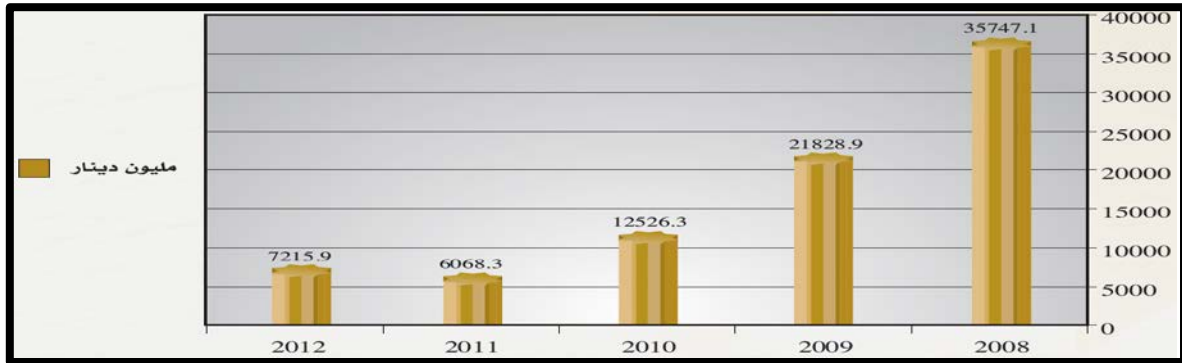


❖ المصدر: -التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/ -

من خلال الشكل أعلاه، يتّضح أنّ الربع الثاني من سنة 2013 شهد النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 55318 مليون سهم، كانت قيمتها 5012 مليون دينار، وهذا على خلاف الربع الثالث من سنة 2012 الذي شهد انخفاض محسوس، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 12896 مليون سهم، كانت قيمتها 1234 مليون دينار كويتي.

وعموماً ورغم التذبذب صعوداً وهبوطاً بين سنة وأخرى وربع وآخر، فقد شهد عام 2009 أعلى معدلات الارتفاع، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 106331,7 مليون سهم كانت قيمتها 21828,9 مليون دينار، في حين شهدت سنة 2011 أعلى معدلات التراجع والتي بلغت 38423,0 مليون سهم بلغت قيمتها 6 068,3 مليون دينار، وبالتالي يتّضح أنّ عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الأخيرة (2008 – النصف الأول 2013).

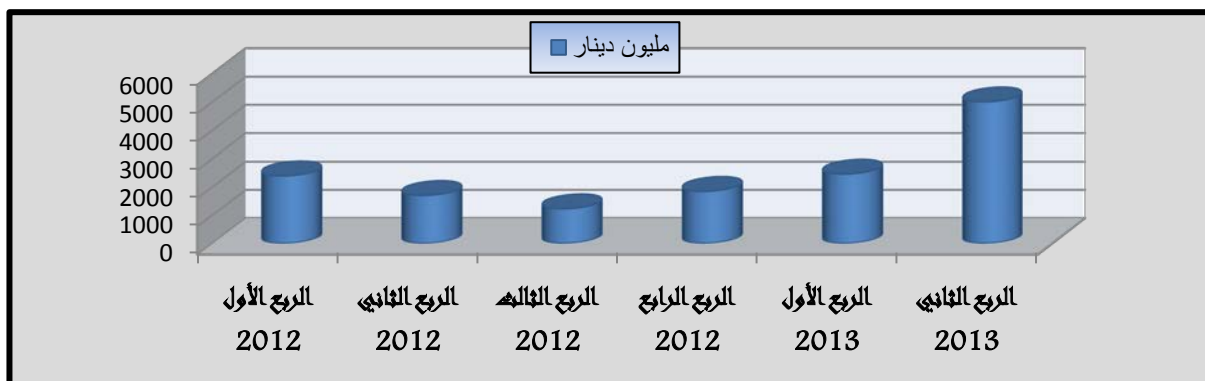
شكل رقم(04): تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 – 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

لقد تميّز حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 بالانخفاض المستمر والمتتالي، فبينما كانت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 35747,1 مليون دينار سنة 2008، انخفضت إلى 21828,9 سنة 2009، واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 6068,3 سنة 2011، وعموماً فإن قيم التداولات شهدت انخفاضاً ملحوظاً قاربت نسبته الـ 52 % سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010، وذلك بفعل استمرار انعكاس تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي والشركات المدرجة في السوق، أما سنة 2012 فقد انتعش حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جديد وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى حوالي 7215,9 مليون دينار كويتي.

شكل رقم(05): تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

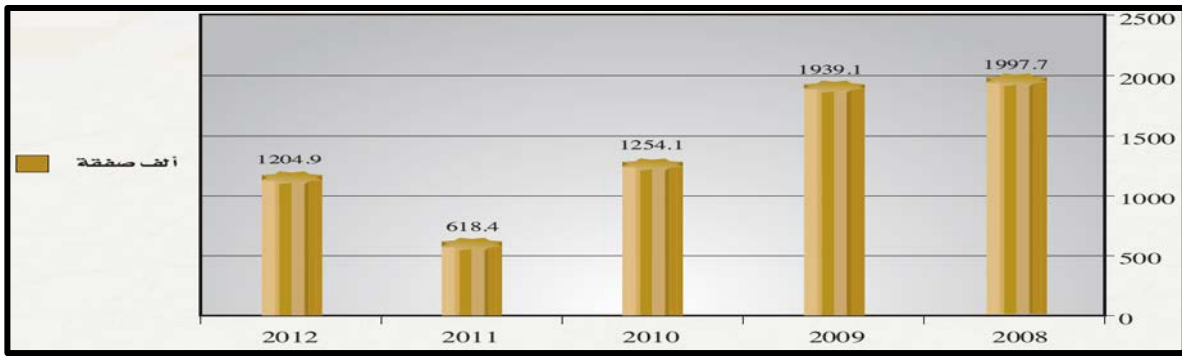


❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

بصورة مشابحة لتذبذب كمية التداولات صعوداً وهبوطاً بين ربع وآخر، كان كذلك حال قيم هذه التداولات، وقد شهد الربع الثاني من سنة 2013 أعلى معدلات ارتفاع هذه القيمة، حيث بلغت أعلى قيمها ومقدارها 5012 مليون دينار، في الوقت الذي شهد فيه الربع الثالث من سنة 2012 الانخفاض الأكبر حيث بلغت أقل قيمها ومقدارها 1234 مليون دينار.

أما بالنسبة لعدد الصفقات التي تم تنفيذها في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 فيمكن توضيحها من خلال الأشكال التالية:

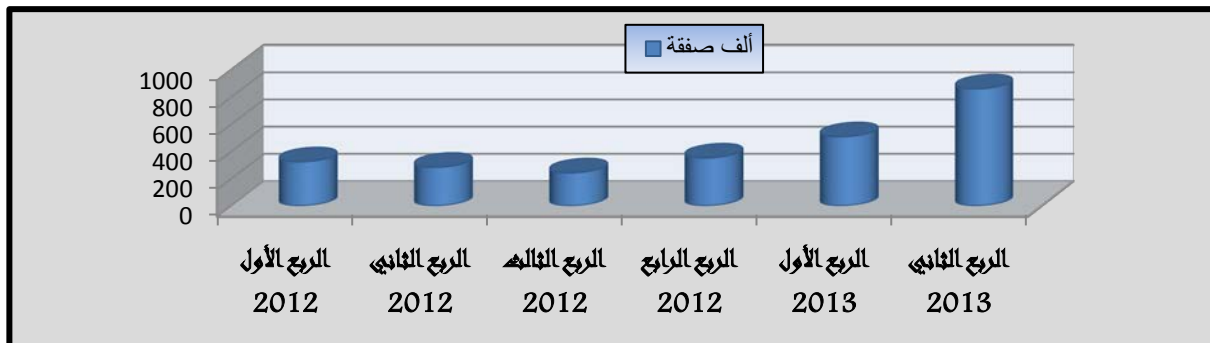
شكل رقم (06): تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 31.

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ عدد الصفقات المنقّذة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 في انخفاضٍ مستمرٍ ومتتالي، باستثناء سنة 2012 التي تميّزت بانتعاشٍ وتحسّن ملحوظ في عدد الصفقات المنقّذة، وقد شهدت سنة 2008 أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 1997,7 ألف صفقة، في حين شهدت سنة 2011 أقل عدد من الصفقات المنقّذة حيث قُدّرت بـ 618,4 ألف صفقة.

شكل رقم (07): تطوّر عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

يتّضح من الشكل السابق أنّ الربع الثاني من سنة 2013 قد شهد أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 861,2 ألف صفقة، أمّا الربع الثالث من سنة 2012 فقد شهد العدد الأقل منها ومقداره 243,7 ألف صفقة ونسبة تقل عن 14,3%.

3 - القيمة السوقية: فيما يتعلّق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 30.072 ألف دينار كويتي في نهاية الربع الثاني من سنة 2013، أي بارتفاع قاربت نسبته 1.9% مقارنةً مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأوّل من نفس العام، حيث بلغت فيه القيمة السوقية نحو 29.513 مليار دولار، أي أنّ السوق قد أضاف نحو 558.6 مليون دينار كويتي الى قيمته في ثلاثة شهور، وعند المقارنة مع نهاية سنة 2012، يتبيّن أنّ القيمة السوقية قد ارتفعت بنحو 1.435 مليار دينار كويتي، أي بنسبة بلغت نحو 5% حين كانت القيمة نحو 28.637 ألف دينار كويتي.

في حين ارتفعت القيمة السوقية سنة 2012 وبلغت نحو 29376,5 ألف دينار كويتي من خلال 250 يوم تداول، وذلك مقارنةً بـ 24052,5 سنة 2011، مسجّلةً بذلك ارتفاعاً قدره 22%. وفيما ارتفعت أسعار 139 شركة مدرجة وانخفضت أسعار 52 شركة، حافظت 05 شركات على مستوى أسعارها وذلك خلال الربع الثاني من سنة 2013.

4 - المؤشرات القطاعية: توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم(12): نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات	
		مليون سهم	% من السوق	مليون دينار	% من السوق	ألف صفقة	% من السوق
النفط والغاز	08	2387,39	2,88	156,76	2,17	40,5	3,37
مواد أساسية	05	384,38	0,46	112,70	1,56	14,4	1,20
صناعية	39	9196,13	11,11	760,37	10,45	145,1	12,04
سلع استهلاكية	07	536,11	0,65	73,97	1,03	13,3	1,11
رعاية صحية	03	46,65	0,06	23,06	0,32	1,37	0,11
خدمات استهلاكية	16	471,89	0,57	92,39	1,28	24,55	2,04
اتصالات	03	3705,26	4,47	692,67	9,60	64,63	5,36
بنوك	12	5559,80	6,71	1456,52	20,18	98,07	8,14
تأمين	08	11,606	0,01	3,11	0,04	1,58	0,13
عقار	39	23162,85	27,97	1410,08	19,54	280,9	23,31
خدمات مالية	55	36552,49	44,14	2350,26	32,57	498,6	41,38
أدوات مالية	1	0,376	0,00	0,496	0,01	1	0,00

تكنولوجيا	4	359,07	0,43	28.777	0,4	8,66	0,72
موازي	14	431,61	0,52	54,685	0,76	13,05	1,08
الإجمالي	214	82805,6	100	7215.9	100	1 204,9	100

❖ المصدر: _ التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 44,14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 36552,4 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2350,2 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 32,57% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 498,6 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 41,38% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات المالية 55 شركة من أصل 214 شركة مدرجة في السوق، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 27,97% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 23162,8 مليون سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 1410,08 مليون دينار أي بنسبة 19,54% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 280,9 ألف صفقة أي بنسبة 23,3% من الإجمالي، في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 11,11% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 9196,1 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 760,3 مليون دينار بنسبة 10,54% من الإجمالي موزعة على 145,1 ألف صفقة أي بنسبة 12,04% من إجمالي الصفقات المنفّذة في السوق، ثم تليها القطاعات الأخرى للسوق بنسب متفاوتة.

جدول رقم (13): نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال التّصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
		مليون سهم	مليون دينار	ألف صفقة
		% من السوق	% من السوق	% من السوق
النفط والغاز	08	3298,002	282,105	66,802
مواد أساسية	05	194,55	53,273	10,222
صناعية	39	10890,958	941,751	164,95
سلع استهلاكية	07	1042,59	122,686	20,294
رعاية صحية	03	33,90	19,394	838
خدمات استهلاكية	16	606,52	116,070	26,424
اتصالات	03	1316,16	241,298	28,913
بنوك	12	5160,26	1200,217	85,609
تأمين	08	155,48	15,075	6,231

عقار	39	30645,58	34.54	2069,081	27.65	413,065	30.16
خدمات مالية	55	32788,51	36.96	2212,015	29.56	486,635	35.53
أدوات مالية	01	-	-	-	-	-	-
تكنولوجيا	04	395,321	0.45	43,721	0.58	15,265	1.11
موازي	14	2194,105	2.47	165,509	2.21	44,324	3.24
الإجمالي	214	88,721,997	100	7482,202	100	1,369,580	100

www.kse.com.kw/A/KSE/

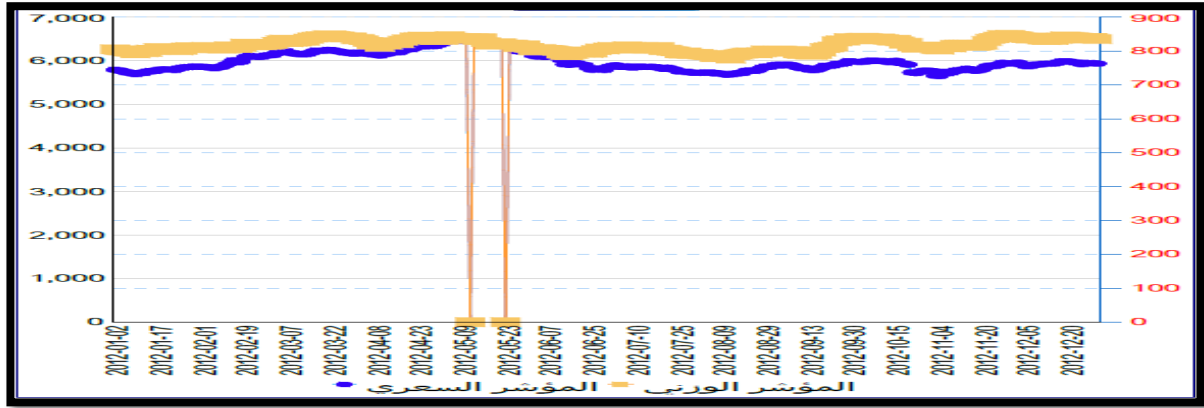
❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 36,96% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 32788,51 مليون سهم كما احتل الصدارة من حيث القيمة التي وصلت إلى 2212,015 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 29,56% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 486,635 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 35,53% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات 55 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 34,54% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013، أي نحو 30645,58 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2069,081 مليون دينار أي بنسبة 27.65% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 413,065 ألف صفقة أي بنسبة 30.16% من الإجمالي، ويضم قطاع العقار 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 12.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 10890,95 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 941,751 مليون دينار وبنسبة 12.59% من الإجمالي، موزعة على 164,958 ألف صفقة أي بنسبة 12.04% من إجمالي الصفقات المنفذة في السوق، ويضم قطاع الصناعية 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

5 - المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية: يمكن توضيح الأداء العام للمؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013 كما يلي:

شكل رقم (08): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012

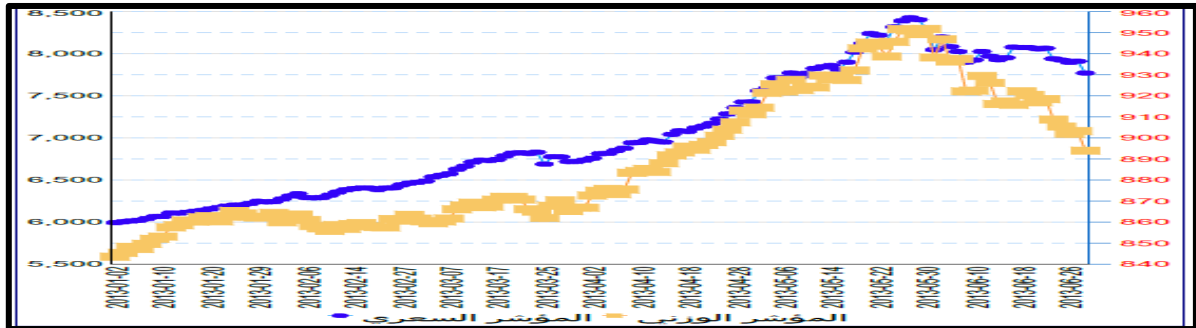


- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 العديد من الأحداث التي أسفرت عن تحقيق مكاسب محدودة، حيث أنهى المؤشر العام للسوق تعاملات سنة 2012 مستقرًا عند مستوى 5934 نقطة، وعلى مستوى المؤشر الوزني أنهى مستقرًا عند مستوى 417 نقطة، وهي نفس مستويات المؤشر في فيفري 2011 والتي كانت تعبر عن أدنى مستوى بلغة السوق تحديداً منذ سبتمبر 2004، وبالتالي فهناك تماثل كبير في حركة السوق بين سنتي 2011 و2012، وهو ما يوحي بأن السوق يدور في حلقة مفرغة كما يدل على الوضع الاقتصادي العام الذي يراوح مكانه، خصوصاً أن السوق عند مستويات متدنية تاريخياً، حيث سيطر النهج المضاربي على مجمل أداء سوق الكويت سنة 2012، نتيجة لاستمرار الزخم المضاربي الذي يُعد السمة الغالبة على أداء السوق منذ سنتين.

شكل رقم (09): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال التّصف الأول من سنة 2013



- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير التّصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

لقد حقق السوق خلال النصف الأول من سنة 2013 مكاسب استثنائية والتي انطلقت شرارتها منذ الاسبوع الأول للتداول، كانت بمثابة نقلة مؤثرة في وضع السوق وتطلّعات المستثمرين على المدى المتوسط، حيث كان الارتفاع متواصل وعبر مراحل، بلغ مستوى 6200 نقطة بشهره الأول واخترق حاجز 6450 في شهره الثاني واستمر في الارتفاع إلى أن بلغ قمته في أواخر شهر جوان عند 7772 نقطة مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 1838 نقطة عن الاقفال المسجل بتاريخ 2012/12/31، كما بلغ المؤشر الوزني للسوق 447 نقطة مرتفعاً بذلك 29.35 نقطة عن الاقفال المسجل بنهاية الفترة السابقة، وبذلك فقد حقق المؤشر العام مكاسب فاقت معدل 13%، في حين لم تتعد المؤشرات الموزونة في متوسطها نسبة 3%، ذلك أن شريحة واسعة من الأسهم صغيرة رأس المال حققت مكاسب كبيرة واستحوذت على المعدل الأكبر من مستوى السيولة المتداولة، ولذلك ورغم استمرار المؤشر السعري بحصد المكاسب إلا أن حركة المؤشرات الموزونة توضح الركود الذي يلف تداولات الأسهم القيادية.

وعموماً، هناك العديد من العوامل منها المحلية والعالمية التي ساهمت في تحقيق مؤشرات السوق هذه المكاسب المحدودة، تتمثل المحلية منها في: غياب المحفزات الايجابية التي تدفع السوق في الاتجاه الاستثماري، واستمرار ضعف أداء صناع السوق نظراً لاستمرار المشاكل المالية لدى عدد كبير من الشركات التي تقوم بدور صانع السوق، وتدني أسعار كثير من الأسهم القيادية والثقيلة وانخفاضها إلى ما دون مستوى الدينار لأول مرة منذ فترة طويلة نتيجة انخفاض معدلات الثقة في السوق، بالإضافة إلى تأثر السوق بالأوضاع السياسية ذات التأثير السلبي على مجمل أداء السوق...

أما العوامل الخارجية فيتمثل أهمها في: تفاقم أزمة الديون السيادية في أوروبا، وقيام عدد من الدول الأوروبية باعتماد خطط تقشف لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، فضلاً عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي، وهو ما انعكس بشكل أو بآخر على أسواق المنطقة، بالإضافة إلى استمرار آثار الربيع العربي، حيث كان لذلك تداعيات سلبية على كثير من البورصات الخليجية.

المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم وأهم الأسواق الخليجية، حيث تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وللوقوف على طبيعة وأهمية، والخصائص العامة التي تميز سوق الكويت للأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية؛
- ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يمكن توضيح نشأة وتطور وأهم وظائف وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1 - نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية: لقد صدر أول قانون يهتم بمعاملات الأوراق المالية سنة 1962، وكان مُنصَّباً بشكل خاص على الأوراق المالية الأجنبية، وفي سنة 1970 صدر أول قانون يهتم بتنظيم المعاملات بالأوراق المالية.

وفي سنة 1972 تمّ افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، تولّى العاملون فيها مهمّة تجميع ما يتم تداوله يومياً من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمّت يومها، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أبريل من سنة 1977 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سمّيت بسوق الكويت للأوراق المالية، التي ظلّت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983.

حيث وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وصار سوق الكويت للأوراق المالية يباشر نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرّخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001، وقد استمر إصدار التنظيمات والإجراءات، وأحياناً قوانين مثل قانون الإفصاح، وذلك من وقتٍ لآخر ووفقاً للحاجة، أو رد فعل لمشكلة معيّنة أو ظرف محدّد، وبعدها تمّ إصدار قانون هيئة أسواق المال

سنة 2010 ولائحته التنفيذية سنة 2011، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة⁽¹⁾.

2 - وظائف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية، في ما يلي⁽²⁾:

- أ. يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- ب. يعمل سوق الكويت من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية، ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- ج. يقوم السوق وبناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية، بإبداء الرأي و تقديم المشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، في ما يتعلق بالمراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها؛
- د. يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- هـ. العمل على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- و. العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

(1) - عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) - قرار وزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 23.

3- دور سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم السوق المالي: يتولّى سوق الكويت للأوراق

المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، ولأجل ذلك فهو يقوم بما يلي:

- أ. تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ب. تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ج. تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفّر الحماية للمتعاملين؛
- د. تطوير السوق المالي على نحوٍ يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- هـ. تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانيًا: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية

يتميّز سوق الكويت للأوراق المالية بعدّة خصائص يمكن توضيحها في العناصر التالية:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: بدأت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بالارتفاع، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2006 حوالي 181 شركة ليصل في سنة 2012 إلى 211 شركة، وإلى 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي خلال النصف الأول من سنة 2013، تتوزّع هذه الشركات على 13 قطاع أساسي كما يلي:

جدول رقم (10): عدد الشركات المسجّلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013

القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجّلة في كل قطاع
■ النفط والغاز	08	■ بنوك	12
■ مواد أساسية	05	■ تأمين	08
■ صناعية	39	■ عقار	39
■ سلع استهلاكية	07	■ خدمات مالية	55
■ رعاية صحية	03	■ أدوات مالية	01
■ خدمات استهلاكية	16	■ تكنولوجيا	04
■ اتصالات	03		
إجمالي السوق الرسمي		200	

❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من

سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 كما يلي:

جدول رقم(11): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013

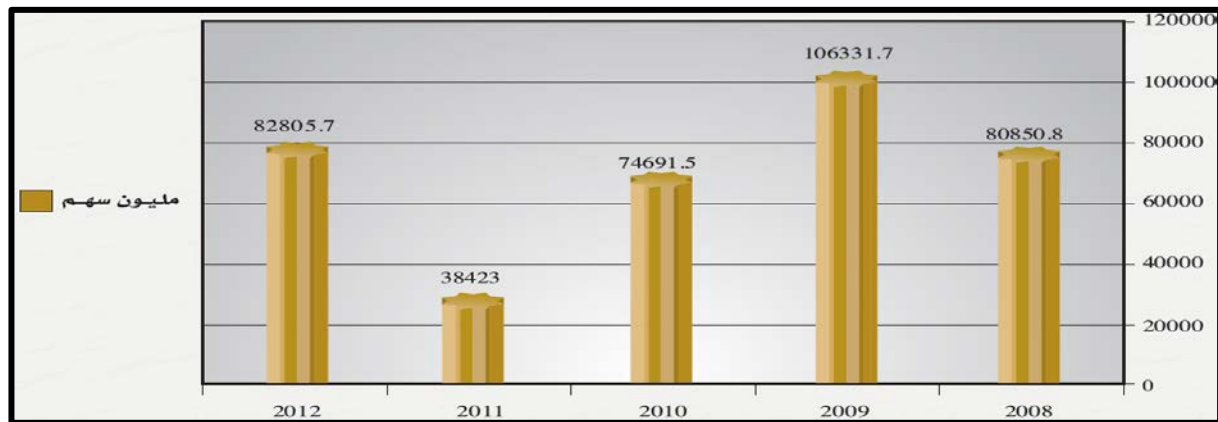
السنة	مؤشرات التداول			نسبة التغير السنوي		
	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات (بالألف)	عدد الأسهم	القيمة	الصفقات المنفذة
2008	80850,8	35747,1	1997,7	14,8	(3,4)	(4,9)
2009	106 331,7	21 828,9	1939,1	31,5	(38,9)	(2,9)
2010	74 691,5	12 526,3	1254,1	(29,8)	(42,6)	(35,3)
2011	38423,0	6068,3	618,4	(48,6)	(51,6)	(50,6)
2012	82 805,7	7 215,9	1 204,9	115,5	18,9	94,8
الربع الأول 2012	27,491	2405	324,5	214	96	145,29
الربع الثاني 2012	21,016	1710	284,2	(23,5)	(28,9)	(12,3)
الربع الثالث 2012	12,898	1234	243,7	(38,6)	(27,8)	(14,3)
الربع الرابع 2012	21,355	1854	352,5	65,6	50,2	44,8
الربع الأول 2013	33,403	2469	508,3	56,0	33,0	44,1
الربع الثاني 2013	55,318	5012	861,2	65,6	129,9	60,5

❖ المصدر: _ أنظر :

- التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.
- التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

ولتوضيح تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر سيتم إدراج الأشكال التالية:

شكل رقم(02): تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

من خلال الجدول أعلاه والشكل الذي يليه، يتّضح أنّ حجم التداول قد ارتفع من 80850,8 مليون سهم في سنة 2008 إلى 106 331,7 مليون سهم سنة 2009، أمّا سنة 2010 فقد اتّسمت بتداولات السوق بتراجع نسبي حيث انخفض حجم التداول إلى 74 691,5 مليون سهم، ليستمر في الانخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة تقارب 48,6 % مقارنةً بعام 2010، كما شهدت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 ارتفاعاً في حجم التداول مقارنةً بسنة 2011، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 82,805 مليون سهم بقيمة إجمالية 7215 دينار موزعة على 1205 ألف صفقة.

شكل رقم (03): تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

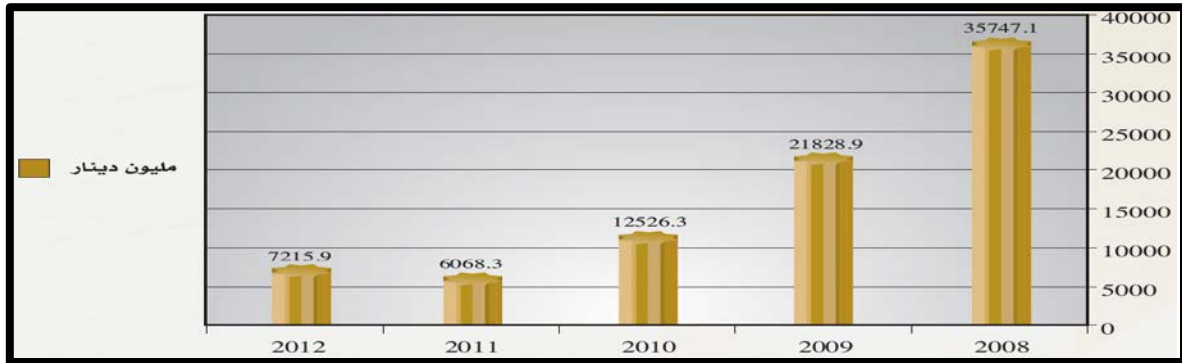


❖ المصدر: - التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

من خلال الشكل أعلاه، يتّضح أنّ الربع الثاني من سنة 2013 شهد النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 55318 مليون سهم، كانت قيمتها 5012 مليون دينار، وهذا على خلاف الربع الثالث من سنة 2012 الذي شهد انخفاض محسوس، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 12896 مليون سهم، كانت قيمتها 1234 مليون دينار كويتي.

وعموماً ورغم التذبذب صعوداً وهبوطاً بين سنة وأخرى وربع وآخر، فقد شهد عام 2009 أعلى معدلات الارتفاع، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 106331,7 مليون سهم كانت قيمتها 21828,9 مليون دينار، في حين شهدت سنة 2011 أعلى معدلات التراجع والتي بلغت 38423,0 مليون سهم بلغت قيمتها 6 068,3 مليون دينار، وبالتالي يتّضح أنّ عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الأخيرة (2008 – النصف الأول 2013).

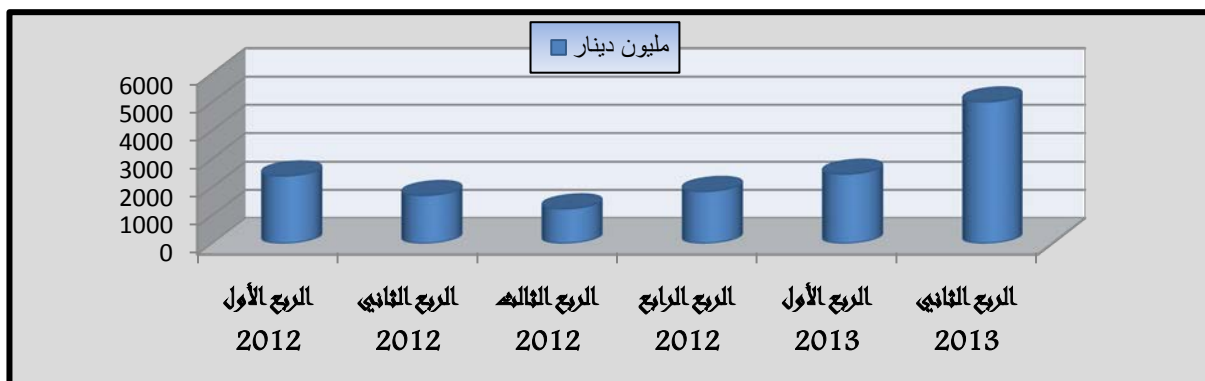
شكل رقم (04): تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 30.

لقد تميّز حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 بالانخفاض المستمر والمتتالي، فبينما كانت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 35747,1 مليون دينار سنة 2008، انخفضت إلى 21828,9 سنة 2009، واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 6068,3 سنة 2011، وعموماً فإن قيم التداولات شهدت انخفاضاً ملحوظاً قاربت نسبته الـ 52 % سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010، وذلك بفعل استمرار انعكاس تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي والشركات المدرجة في السوق، أما سنة 2012 فقد انتعش حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جديد وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى حوالي 7215,9 مليون دينار كويتي.

شكل رقم (05): تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013)

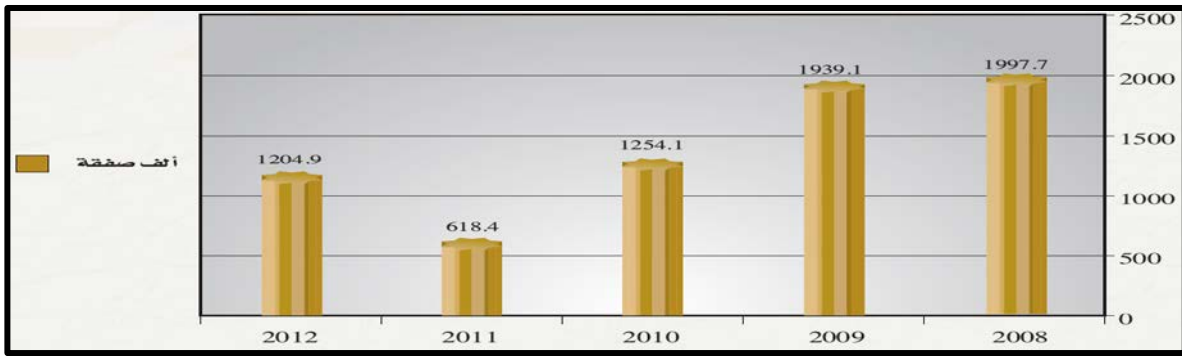


❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

بصورة مشابحة لتذبذب كمية التداولات صعوداً وهبوطاً بين ربع وآخر، كان كذلك حال قيم هذه التداولات، وقد شهد الربع الثاني من سنة 2013 أعلى معدلات ارتفاع هذه القيمة، حيث بلغت أعلى قيمها ومقدارها 5012 مليون دينار، في الوقت الذي شهد فيه الربع الثالث من سنة 2012 الانخفاض الأكبر حيث بلغت أقل قيمها ومقدارها 1234 مليون دينار.

أما بالنسبة لعدد الصفقات التي تم تنفيذها في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 فيمكن توضيحها من خلال الأشكال التالية:

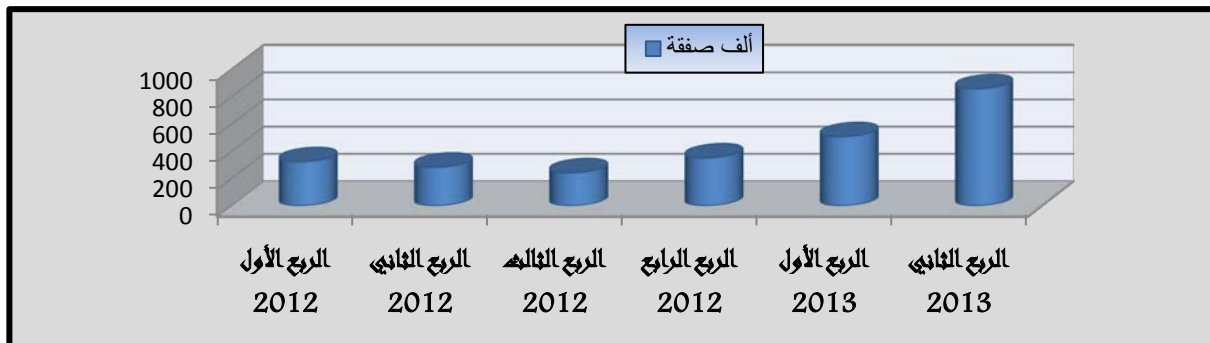
شكل رقم (06): تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 31.

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ عدد الصفقات المنقّذة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 في انخفاضٍ مستمرٍ ومتتالي، باستثناء سنة 2012 التي تميّزت بانتعاشٍ وتحسّن ملحوظ في عدد الصفقات المنقّذة، وقد شهدت سنة 2008 أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 1997,7 ألف صفقة، في حين شهدت سنة 2011 أقل عدد من الصفقات المنقّذة حيث قُدّرت بـ 618,4 ألف صفقة.

شكل رقم (07): تطوّر عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012- الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

يتّضح من الشكل السابق أنّ الربع الثاني من سنة 2013 قد شهد أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 861,2 ألف صفقة، أمّا الربع الثالث من سنة 2012 فقد شهد العدد الأقل منها ومقداره 243,7 ألف صفقة ونسبة تقل عن 14,3%.

3 - القيمة السوقية: فيما يتعلّق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 30.072 ألف دينار كويتي في نهاية الربع الثاني من سنة 2013، أي بارتفاع قاربت نسبته 1.9% مقارنةً مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأوّل من نفس العام، حيث بلغت فيه القيمة السوقية نحو 29.513 مليار دولار، أي أنّ السوق قد أضاف نحو 558.6 مليون دينار كويتي الى قيمته في ثلاثة شهور، وعند المقارنة مع نهاية سنة 2012، يتبيّن أنّ القيمة السوقية قد ارتفعت بنحو 1.435 مليار دينار كويتي، أي بنسبة بلغت نحو 5% حين كانت القيمة نحو 28.637 ألف دينار كويتي.

في حين ارتفعت القيمة السوقية سنة 2012 وبلغت نحو 29376,5 ألف دينار كويتي من خلال 250 يوم تداول، وذلك مقارنةً بـ 24052,5 سنة 2011، مسجّلةً بذلك ارتفاعاً قدره 22%. وفيما ارتفعت أسعار 139 شركة مدرجة وانخفضت أسعار 52 شركة، حافظت 05 شركات على مستوى أسعارها وذلك خلال الربع الثاني من سنة 2013.

4 - المؤشرات القطاعية: توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم(12): نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات	
		مليون سهم	% من السوق	مليون دينار	% من السوق	ألف صفقة	% من السوق
النفط والغاز	08	2387,39	2,88	156,76	2,17	40,5	3,37
مواد أساسية	05	384,38	0,46	112,70	1,56	14,4	1,20
صناعية	39	9196,13	11,11	760,37	10,45	145,1	12,04
سلع استهلاكية	07	536,11	0,65	73,97	1,03	13,3	1,11
رعاية صحية	03	46,65	0,06	23,06	0,32	1,37	0,11
خدمات استهلاكية	16	471,89	0,57	92,39	1,28	24,55	2,04
اتصالات	03	3705,26	4,47	692,67	9,60	64,63	5,36
بنوك	12	5559,80	6,71	1456,52	20,18	98,07	8,14
تأمين	08	11,606	0,01	3,11	0,04	1,58	0,13
عقار	39	23162,85	27,97	1410,08	19,54	280,9	23,31
خدمات مالية	55	36552,49	44,14	2350,26	32,57	498,6	41,38
أدوات مالية	1	0,376	0,00	0,496	0,01	1	0,00

تكنولوجيا	4	359,07	0,43	28.777	0,4	8,66	0,72
موازي	14	431,61	0,52	54,685	0,76	13,05	1,08
الإجمالي	214	82805,6	100	7215,9	100	1 204,9	100

❖ المصدر: _ التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 44,14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 36552,4 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2350,2 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 32,57% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 498,6 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 41,38% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات المالية 55 شركة من أصل 214 شركة مدرجة في السوق، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 27,97% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 23162,8 مليون سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 1410,08 مليون دينار أي بنسبة 19,54% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 280,9 ألف صفقة أي بنسبة 23,3% من الإجمالي، في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 11,11% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 9196,1 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 760,3 مليون دينار بنسبة 10,54% من الإجمالي موزعة على 145,1 ألف صفقة أي بنسبة 12,04% من إجمالي الصفقات المنفّذة في السوق، ثم تليها القطاعات الأخرى للسوق بنسب متفاوتة.

جدول رقم (13): نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال التّصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
		مليون سهم	مليون دينار	ألف صفقة
		% من السوق	% من السوق	% من السوق
النفط والغاز	08	3298,002	282,105	66,802
مواد أساسية	05	194,55	53,273	10,222
صناعية	39	10890,958	941,751	164,95
سلع استهلاكية	07	1042,59	122,686	20,294
رعاية صحية	03	33,90	19,394	838
خدمات استهلاكية	16	606,52	116,070	26,424
اتصالات	03	1316,16	241,298	28,913
بنوك	12	5160,26	1200,217	85,609
تأمين	08	155,48	15,075	6,231

عقار	39	30645,58	34.54	2069,081	27.65	413,065	30.16
خدمات مالية	55	32788,51	36.96	2212,015	29.56	486,635	35.53
أدوات مالية	01	-	-	-	-	-	-
تكنولوجيا	04	395,321	0.45	43,721	0.58	15,265	1.11
موازي	14	2194,105	2.47	165,509	2.21	44,324	3.24
الإجمالي	214	88,721,997	100	7482,202	100	1,369,580	100

www.kse.com.kw/A/KSE/

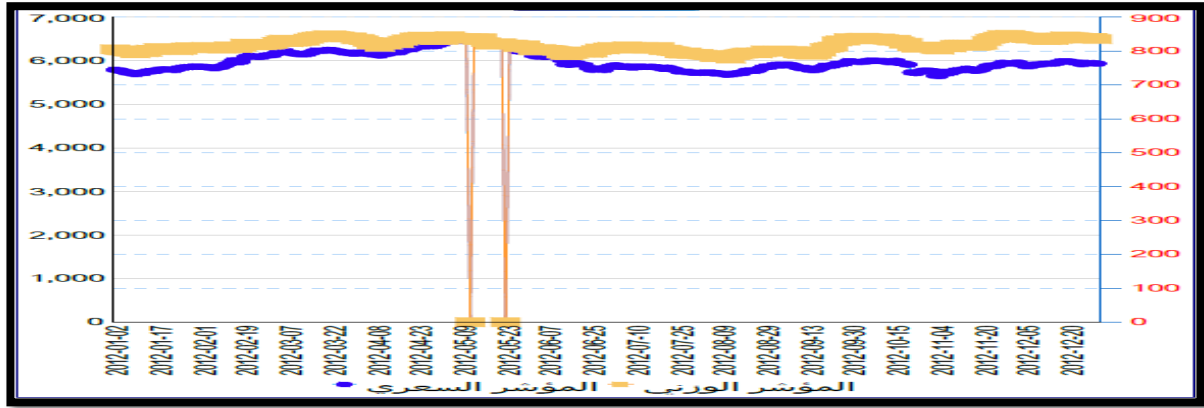
❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 36,96% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 32788,51 مليون سهم كما احتل الصدارة من حيث القيمة التي وصلت إلى 2212,015 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 29,56% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 486,635 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 35,53% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات 55 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 34,54% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013، أي نحو 30645,58 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2069,081 مليون دينار أي بنسبة 27.65% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 413,065 ألف صفقة أي بنسبة 30.16% من الإجمالي، ويضم قطاع العقار 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 12.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 10890,95 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 941,751 مليون دينار وبنسبة 12.59% من الإجمالي، موزعة على 164,958 ألف صفقة أي بنسبة 12.04% من إجمالي الصفقات المنفذة في السوق، ويضم قطاع الصناعية 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

5 - المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية: يمكن توضيح الأداء العام للمؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013 كما يلي:

شكل رقم (08): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012

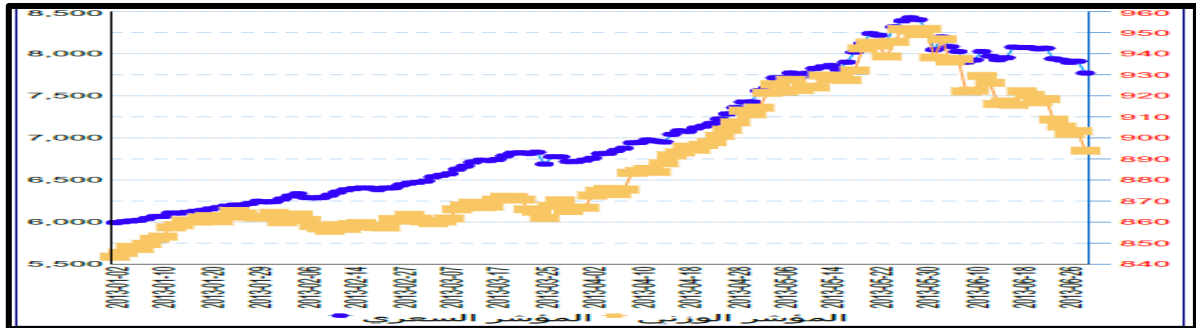


- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 العديد من الأحداث التي أسفرت عن تحقيق مكاسب محدودة، حيث أنهى المؤشر العام للسوق تعاملات سنة 2012 مستقرًا عند مستوى 5934 نقطة، وعلى مستوى المؤشر الوزني أنهى مستقرًا عند مستوى 417 نقطة، وهي نفس مستويات المؤشر في فيفري 2011 والتي كانت تعبر عن أدنى مستوى بلغة السوق تحديداً منذ سبتمبر 2004، وبالتالي فهناك تماثل كبير في حركة السوق بين سنتي 2011 و2012، وهو ما يوحي بأن السوق يدور في حلقة مفرغة كما يدل على الوضع الاقتصادي العام الذي يراوح مكانه، خصوصاً أن السوق عند مستويات متدنية تاريخياً، حيث سيطر النهج المضاري على مجمل أداء سوق الكويت سنة 2012، نتيجةً لاستمرار الزخم المضاري الذي يُعد السمة الغالبة على أداء السوق منذ سنتين.

شكل رقم (09): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال التّصف الأول من سنة 2013



- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير التّصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

لقد حقق السوق خلال النصف الأول من سنة 2013 مكاسب استثنائية والتي انطلقت شرارتها منذ الاسبوع الأول للتداول، كانت بمثابة نقلة مؤثرة في وضع السوق وتطلّعات المستثمرين على المدى المتوسط، حيث كان الارتفاع متواصل وعبر مراحل، بلغ مستوى 6200 نقطة بشهره الأول واخترق حاجز 6450 في شهره الثاني واستمر في الارتفاع إلى أن بلغ قمته في أواخر شهر جوان عند 7772 نقطة مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 1838 نقطة عن الاقفال المسجل بتاريخ 2012/12/31، كما بلغ المؤشر الوزني للسوق 447 نقطة مرتفعاً بذلك 29.35 نقطة عن الاقفال المسجل بنهاية الفترة السابقة، وبذلك فقد حقق المؤشر العام مكاسب فاقت معدل 13%، في حين لم تتعد المؤشرات الموزونة في متوسطها نسبة 3%، ذلك أنّ شريحة واسعة من الأسهم صغيرة رأس المال حققت مكاسب كبيرة واستحوذت على المعدل الأكبر من مستوى السيولة المتداولة، ولذلك ورغم استمرار المؤشر السعري بحصد المكاسب إلا أنّ حركة المؤشرات الموزونة توضح الركود الذي يلف تداولات الأسهم القيادية.

وعموماً، هناك العديد من العوامل منها المحلية والعالمية التي ساهمت في تحقيق مؤشرات السوق هذه المكاسب المحدودة، تتمثل المحلية منها في: غياب المحفزات الايجابية التي تدفع السوق في الاتجاه الاستثماري، واستمرار ضعف أداء صناع السوق نظراً لاستمرار المشاكل المالية لدى عدد كبير من الشركات التي تقوم بدور صانع السوق، وتدني أسعار كثير من الأسهم القيادية والثقيلة وانخفاضها إلى ما دون مستوى الدينار لأول مرة منذ فترة طويلة نتيجة انخفاض معدلات الثقة في السوق، بالإضافة إلى تأثر السوق بالأوضاع السياسية ذات التأثير السلبي على مجمل أداء السوق...

أمّا العوامل الخارجية فيتمثل أهمّها في: تفاقم أزمة الديون السيادية في أوروبا، وقيام عدد من الدول الأوروبية باعتماد خطط تقشف لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، فضلاً عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي، وهو ما انعكس بشكل أو بآخر على أسواق المنطقة، بالإضافة إلى استمرار آثار الربيع العربي، حيث كان لذلك تداعيات سلبية على كثير من البورصات الخليجية.

المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من أقدم وأهم الأسواق الخليجية، حيث تحتضن ثاني أنشط أسواق المال في المنطقة، وللوقوف على طبيعة وأهمية، والخصائص العامة التي تميز سوق الكويت للأوراق المالية يتم التطرق للعناصر التالية:

- أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية؛
- ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية

يمكن توضيح نشأة وتطور وأهم وظائف وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

1 - نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية: لقد صدر أول قانون يهتم بمعاملات الأوراق المالية سنة 1962، وكان مُنصَّباً بشكل خاص على الأوراق المالية الأجنبية، وفي سنة 1970 صدر أول قانون يهتم بتنظيم المعاملات بالأوراق المالية.

وفي سنة 1972 تمّ افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية، تولّى العاملون فيها مهمّة تجميع ما يتم تداوله يومياً من الأسهم، وإصدار نشرة يومية تتضمن عدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات التي تمّت يومها، وفي سنة 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، ليتم بعدها في شهر أبريل من سنة 1977 الافتتاح الرسمي لبورصة الأوراق المالية الكويتية التي سمّيت بسوق الكويت للأوراق المالية، التي ظلّت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية إلى غاية سنة 1983.

حيث وبعد أزمة المناخ الكويتية صدر قانون متكامل للسوق، وصار سوق الكويت للأوراق المالية يباشر نشاطه وفقاً لأحكام المرسوم المؤرّخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، وتواصلت بعد ذلك جهود التطوير بفتح السوق أمام الاستثمارات الأجنبية سنة 2000، وإنشاء السوق الموازية سنة 2001، وقد استمر إصدار التنظيمات والإجراءات، وأحياناً قوانين مثل قانون الإفصاح، وذلك من وقتٍ لآخر ووفقاً للحاجة، أو رد فعل لمشكلة معيّنة أو ظرف محدّد، وبعدها تمّ إصدار قانون هيئة أسواق المال

سنة 2010 ولائحته التنفيذية سنة 2011، وذلك كنظام تشريعي وقانوني متكامل إلى جانب التحديث المستمر لنظم العمل والتداول وآليات الرقابة⁽¹⁾.

2 - وظائف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف ومميزات سوق الكويت للأوراق المالية، في ما يلي⁽²⁾:

- أ. يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وإدارتها، وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- ب. يعمل سوق الكويت من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية، ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- ج. يقوم السوق وبناءً على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية، بإبداء الرأي و تقديم المشورة إلى الجهات الحكومية المختصة، في ما يتعلق بالمراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها؛
- د. يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة؛
- هـ. العمل على تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي؛
- و. العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين، وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد ككل.

(1) - عبد الرحمن يسري أحمد، "قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) - قرار وزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 23.

3- دور سوق الكويت للأوراق المالية في تنظيم السوق المالي: يتولّى سوق الكويت للأوراق

المالية تنظيم ومراقبة السوق المالي، ولأجل ذلك فهو يقوم بما يلي:

- أ. تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- ب. تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- ج. تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفّر الحماية للمتعاملين؛
- د. تطوير السوق المالي على نحوٍ يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- هـ. تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية، ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانيًا: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية

يتميّز سوق الكويت للأوراق المالية بعدة خصائص يمكن توضيحها في العناصر التالية:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: بدأت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بالارتفاع، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2006 حوالي 181 شركة ليصل في سنة 2012 إلى 211 شركة، وإلى 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي خلال النصف الأول من سنة 2013، تتوزّع هذه الشركات على 13 قطاع أساسي كما يلي:

جدول رقم (10): عدد الشركات المسجلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
■ النفط والغاز	08	■ بنوك	12
■ مواد أساسية	05	■ تأمين	08
■ صناعية	39	■ عقار	39
■ سلع استهلاكية	07	■ خدمات مالية	55
■ رعاية صحية	03	■ أدوات مالية	01
■ خدمات استهلاكية	16	■ تكنولوجيا	04
■ اتصالات	03		
إجمالي السوق الرسمي		200	

❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من

سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 كما يلي:

جدول رقم(11): تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013

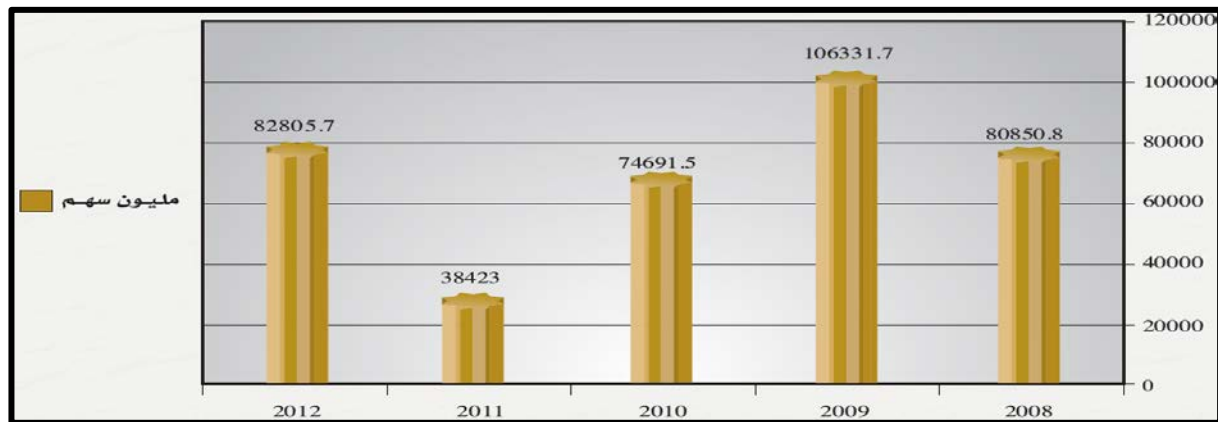
السنة	مؤشرات التداول			نسبة التغير السنوي		
	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون دينار)	عدد الصفقات (بالألف)	عدد الأسهم	القيمة	الصفقات المنفذة
2008	80850,8	35747,1	1997,7	14,8	(3,4)	(4,9)
2009	106 331,7	21 828,9	1939,1	31,5	(38,9)	(2,9)
2010	74 691,5	12 526,3	1254,1	(29,8)	(42,6)	(35,3)
2011	38423,0	6068,3	618,4	(48,6)	(51,6)	(50,6)
2012	82 805,7	7 215,9	1 204,9	115,5	18,9	94,8
الربع الأول 2012	27,491	2405	324,5	214	96	145,29
الربع الثاني 2012	21,016	1710	284,2	(23,5)	(28,9)	(12,3)
الربع الثالث 2012	12,898	1234	243,7	(38,6)	(27,8)	(14,3)
الربع الرابع 2012	21,355	1854	352,5	65,6	50,2	44,8
الربع الأول 2013	33,403	2469	508,3	56,0	33,0	44,1
الربع الثاني 2013	55,318	5012	861,2	65,6	129,9	60,5

❖ المصدر: _ أنظر :

- التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.
- التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

ولتوضيح تطوّر نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية أكثر سيتم إدراج الأشكال التالية:

شكل رقم(02): تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:30.

من خلال الجدول أعلاه والشكل الذي يليه، يتّضح أنّ حجم التداول قد ارتفع من 80850,8 مليون سهم في سنة 2008 إلى 106 331,7 مليون سهم سنة 2009، أمّا سنة 2010 فقد اتّسمت بتداولات السوق بتراجع نسبي حيث انخفض حجم التداول إلى 74 691,5 مليون سهم، ليستمر في الانخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة تقارب 48,6 % مقارنةً بعام 2010، كما شهدت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 ارتفاعاً في حجم التداول مقارنةً بسنة 2011، حيث بلغت كمية الأسهم المتداولة 82,805 مليون سهم بقيمة إجمالية 7215 دينار موزعة على 1205 ألف صفقة.

شكل رقم (03): تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 – الربع الثاني 2013)

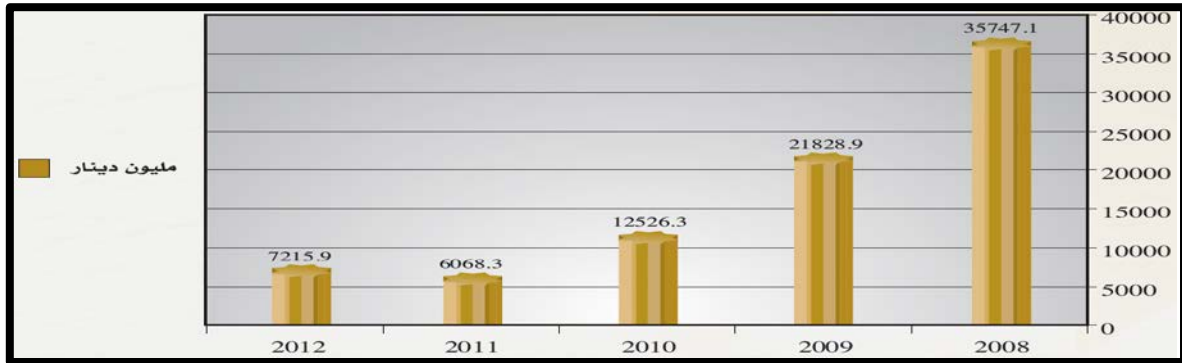


❖ المصدر: - التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

من خلال الشكل أعلاه، يتّضح أنّ الربع الثاني من سنة 2013 شهد النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 55318 مليون سهم، كانت قيمتها 5012 مليون دينار، وهذا على خلاف الربع الثالث من سنة 2012 الذي شهد انخفاض محسوس، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 12896 مليون سهم، كانت قيمتها 1234 مليون دينار كويتي.

وعموماً ورغم التذبذب صعوداً وهبوطاً بين سنة وأخرى وربع وآخر، فقد شهد عام 2009 أعلى معدلات الارتفاع، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلاله 106331,7 مليون سهم كانت قيمتها 21828,9 مليون دينار، في حين شهدت سنة 2011 أعلى معدلات التراجع والتي بلغت 38423,0 مليون سهم بلغت قيمتها 6 068,3 مليون دينار، وبالتالي يتّضح أنّ عام 2009 هو الأكثر تداولاً خلال السنوات الأخيرة (2008 – النصف الأول 2013).

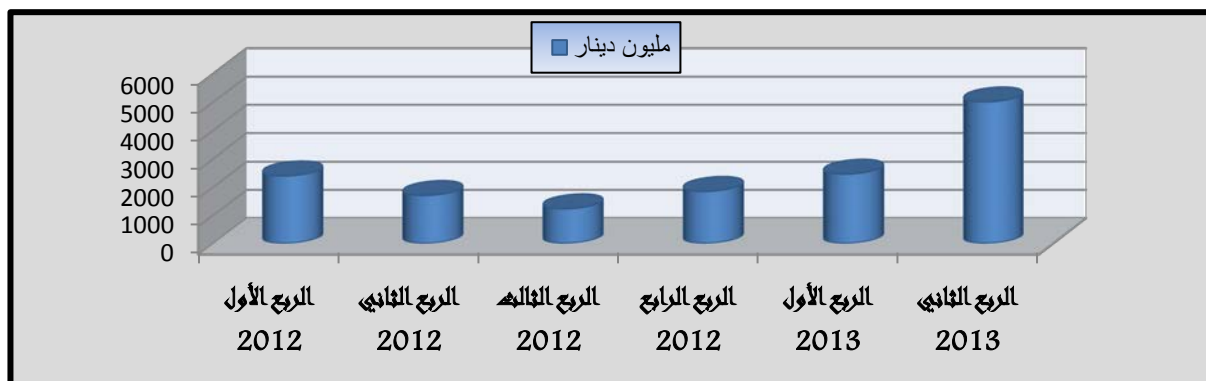
شكل رقم (04): تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص: 30.

لقد تميّز حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 بالانخفاض المستمر والمتتالي، فبينما كانت قيمة الأسهم المتداولة حوالي 35747,1 مليون دينار سنة 2008، انخفضت إلى 21828,9 سنة 2009، واستمرت في الانخفاض إلى أن وصلت إلى 6068,3 سنة 2011، وعموماً فإن قيم التداولات شهدت انخفاضاً ملحوظاً قاربت نسبته الـ 52 % سنة 2011 مقارنةً بسنة 2010، وذلك بفعل استمرار انعكاس تداعيات الأزمة المالية على الاقتصاد المحلي والشركات المدرجة في السوق، أما سنة 2012 فقد انتعش حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية من جديد وارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى حوالي 7215,9 مليون دينار كويتي.

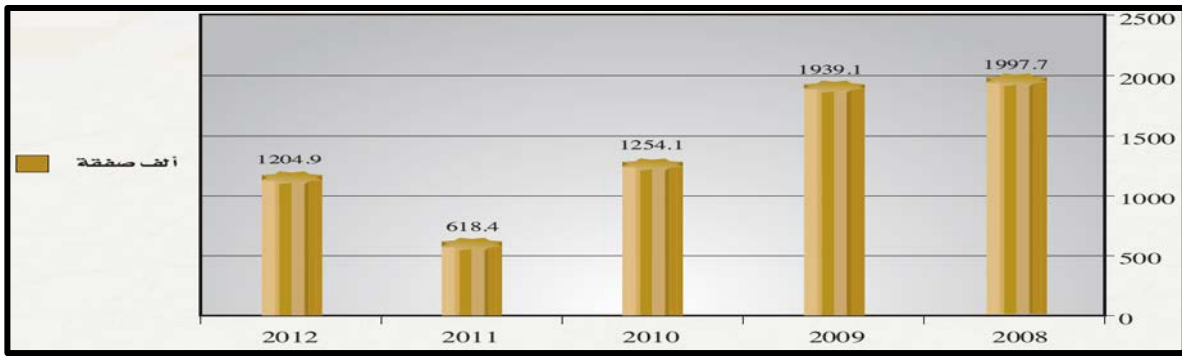
شكل رقم (05): تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012, 2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

بصورة مشابحة لتذبذب كمية التداولات صعوداً وهبوطاً بين ربع وآخر، كان كذلك حال قيم هذه التداولات، وقد شهد الربع الثاني من سنة 2013 أعلى معدلات ارتفاع هذه القيمة، حيث بلغت أعلى قيمها ومقدارها 5012 مليون دينار، في الوقت الذي شهد فيه الربع الثالث من سنة 2012 الانخفاض الأكبر حيث بلغت أقل قيمها ومقدارها 1234 مليون دينار.

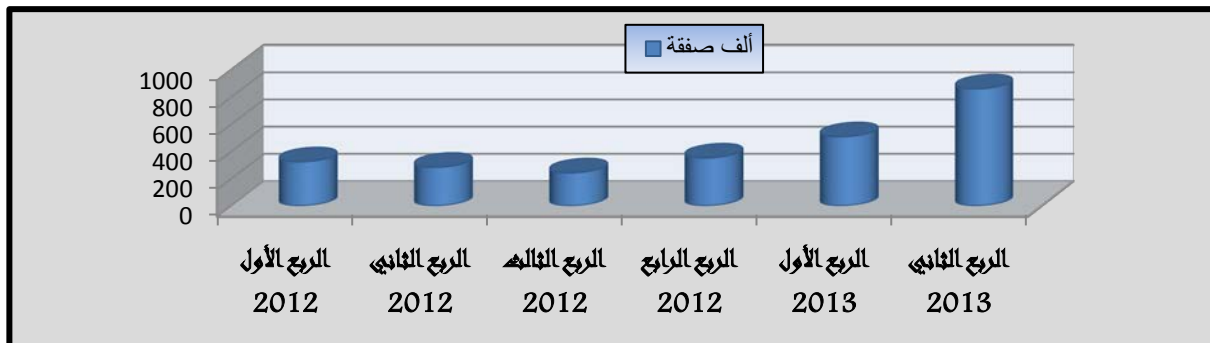
أما بالنسبة لعدد الصفقات التي تم تنفيذها في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية الربع الثاني من سنة 2013 فيمكن توضيحها من خلال الأشكال التالية:
شكل رقم(06): تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012)



❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، ص:31.

يتّضح من خلال الشكل أعلاه، أنّ عدد الصفقات المنقّذة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى غاية سنة 2011 في انخفاضٍ مستمرٍ ومتتالي، باستثناء سنة 2012 التي تميّزت بانتعاشٍ وتحسّن ملحوظ في عدد الصفقات المنقّذة، وقد شهدت سنة 2008 أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 1997,7 ألف صفقة، في حين شهدت سنة 2011 أقل عدد من الصفقات المنقّذة حيث قُدّرت بـ 618,4 ألف صفقة.

شكل رقم(07): تطوّر عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012- الربع الثاني 2013)



❖ المصدر: التقارير الربع سنوية لسنوات (2012,2013)، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/

يتّضح من الشكل السابق أنّ الربع الثاني من سنة 2013 قد شهد أكبر عدد من الصفقات المنقّذة ومقدارها 861,2 ألف صفقة، أمّا الربع الثالث من سنة 2012 فقد شهد العدد الأقل منها ومقداره 243,7 ألف صفقة ونسبة تقل عن 14,3%.

3 - القيمة السوقية: فيما يتعلّق بالقيمة السوقية، فقد بلغت هذه القيمة نحو 30.072 ألف دينار كويتي في نهاية الربع الثاني من سنة 2013، أي بارتفاع قاربت نسبته 1.9% مقارنةً مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأوّل من نفس العام، حيث بلغت فيه القيمة السوقية نحو 29.513 مليار دولار، أي أنّ السوق قد أضاف نحو 558.6 مليون دينار كويتي الى قيمته في ثلاثة شهور، وعند المقارنة مع نهاية سنة 2012، يتبيّن أنّ القيمة السوقية قد ارتفعت بنحو 1.435 مليار دينار كويتي، أي بنسبة بلغت نحو 5% حين كانت القيمة نحو 28.637 ألف دينار كويتي.

في حين ارتفعت القيمة السوقية سنة 2012 وبلغت نحو 29376,5 ألف دينار كويتي من خلال 250 يوم تداول، وذلك مقارنةً بـ 24052,5 سنة 2011، مسجّلةً بذلك ارتفاعاً قدره 22%. وفيما ارتفعت أسعار 139 شركة مدرجة وانخفضت أسعار 52 شركة، حافظت 05 شركات على مستوى أسعارها وذلك خلال الربع الثاني من سنة 2013.

4 - المؤشرات القطاعية: توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم(12): نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الصفقات	
		مليون سهم	% من السوق	مليون دينار	% من السوق	ألف صفقة	% من السوق
النفط والغاز	08	2387,39	2,88	156,76	2,17	40,5	3,37
مواد أساسية	05	384,38	0,46	112,70	1,56	14,4	1,20
صناعية	39	9196,13	11,11	760,37	10,45	145,1	12,04
سلع استهلاكية	07	536,11	0,65	73,97	1,03	13,3	1,11
رعاية صحية	03	46,65	0,06	23,06	0,32	1,37	0,11
خدمات استهلاكية	16	471,89	0,57	92,39	1,28	24,55	2,04
اتصالات	03	3705,26	4,47	692,67	9,60	64,63	5,36
بنوك	12	5559,80	6,71	1456,52	20,18	98,07	8,14
تأمين	08	11,606	0,01	3,11	0,04	1,58	0,13
عقار	39	23162,85	27,97	1410,08	19,54	280,9	23,31
خدمات مالية	55	36552,49	44,14	2350,26	32,57	498,6	41,38
أدوات مالية	1	0,376	0,00	0,496	0,01	1	0,00

تكنولوجيا	4	359,07	0,43	28.777	0,4	8,66	0,72
موازي	14	431,61	0,52	54,685	0,76	13,05	1,08
الإجمالي	214	82805,6	100	7215,9	100	1 204,9	100

❖ المصدر: _ التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط: www.kse.com.kw/A/KSE/Downloads

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 44,14% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 36552,4 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2350,2 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 32,57% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 498,6 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 41,38% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات المالية 55 شركة من أصل 214 شركة مدرجة في السوق، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 27,97% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 23162,8 مليون سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 1410,08 مليون دينار أي بنسبة 19,54% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 280,9 ألف صفقة أي بنسبة 23,3% من الإجمالي، في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 11,11% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 9196,1 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 760,3 مليون دينار بنسبة 10,54% من الإجمالي موزعة على 145,1 ألف صفقة أي بنسبة 12,04% من إجمالي الصفقات المنفّذة في السوق، ثم تليها القطاعات الأخرى للسوق بنسب متفاوتة.

جدول رقم (13): نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال التّصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة بكل قطاع	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
		مليون سهم	مليون دينار	ألف صفقة
		% من السوق	% من السوق	% من السوق
النفط والغاز	08	3298,002	282,105	66,802
مواد أساسية	05	194,55	53,273	10,222
صناعية	39	10890,958	941,751	164,95
سلع استهلاكية	07	1042,59	122,686	20,294
رعاية صحية	03	33,90	19,394	838
خدمات استهلاكية	16	606,52	116,070	26,424
اتصالات	03	1316,16	241,298	28,913
بنوك	12	5160,26	1200,217	85,609
تأمين	08	155,48	15,075	6,231

عقار	39	30645,58	34.54	2069,081	27.65	413,065	30.16
خدمات مالية	55	32788,51	36.96	2212,015	29.56	486,635	35.53
أدوات مالية	01	-	-	-	-	-	-
تكنولوجيا	04	395,321	0.45	43,721	0.58	15,265	1.11
موازي	14	2194,105	2.47	165,509	2.21	44,324	3.24
الإجمالي	214	88,721,997	100	7482,202	100	1,369,580	100

www.kse.com.kw/A/KSE/

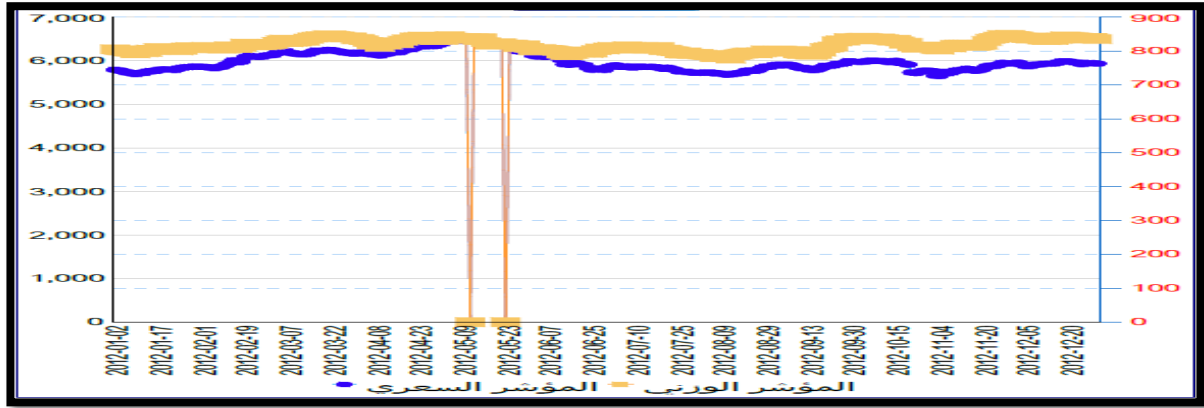
❖ المصدر: - التقرير النصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع الخدمات المالية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013، حيث استأثر هذا القطاع بنحو 36,96% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 32788,51 مليون سهم كما احتل الصدارة من حيث القيمة التي وصلت إلى 2212,015 مليون دينار، وبنسبة تصل إلى حوالي 29,56% من إجمالي قيمة التداول في السوق موزعة على 486,635 ألف صفقة تصل نسبتها إلى حوالي 35,53% من الإجمالي، ويضم قطاع الخدمات 55 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي، وجاء قطاع العقار في المركز الثاني من حيث كمية التداول، إذ استأثر بحوالي 34,54% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013، أي نحو 30645,58 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 2069,081 مليون دينار أي بنسبة 27.65% من إجمالي قيمة التداول في السوق، موزعة على 413,065 ألف صفقة أي بنسبة 30.16% من الإجمالي، ويضم قطاع العقار 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

في حين احتل قطاع الصناعية المركز الثالث بنسبة 12.28% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 10890,95 مليون سهم بقيمة نقدية تصل إلى 941,751 مليون دينار وبنسبة 12.59% من الإجمالي، موزعة على 164,958 ألف صفقة أي بنسبة 12.04% من إجمالي الصفقات المنفذة في السوق، ويضم قطاع الصناعية 39 شركة من أصل 200 شركة مدرجة في السوق الرسمي.

5 - المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية: يمكن توضيح الأداء العام للمؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 والنصف الأول من سنة 2013 كما يلي:

شكل رقم (08): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012

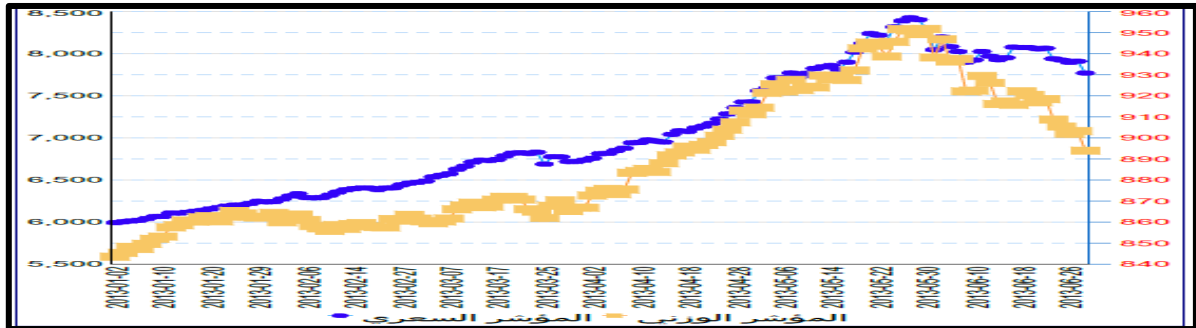


- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير السنوي 2012، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012 العديد من الأحداث التي أسفرت عن تحقيق مكاسب محدودة، حيث أنهى المؤشر العام للسوق تعاملات سنة 2012 مستقرًا عند مستوى 5934 نقطة، وعلى مستوى المؤشر الوزني أنهى مستقرًا عند مستوى 417 نقطة، وهي نفس مستويات المؤشر في فيفري 2011 والتي كانت تعبر عن أدنى مستوى بلغة السوق تحديداً منذ سبتمبر 2004، وبالتالي فهناك تماثل كبير في حركة السوق بين سنتي 2011 و2012، وهو ما يوحي بأن السوق يدور في حلقة مفرغة كما يدل على الوضع الاقتصادي العام الذي يراوح مكانه، خصوصاً أن السوق عند مستويات متدنية تاريخياً، حيث سيطر النهج المضاري على مجمل أداء سوق الكويت سنة 2012، نتيجة لاستمرار الزخم المضاري الذي يُعد السمة الغالبة على أداء السوق منذ سنتين.

شكل رقم (09): المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال التّصف الأول من سنة 2013



- www.kse.com.kw/A/KSE/

❖ المصدر: - التقرير التّصف سنوي الأول 2013، سوق الكويت للأوراق المالية، متوفر على الرابط:

لقد حقق السوق خلال النصف الأول من سنة 2013 مكاسب استثنائية والتي انطلقت شرارتها منذ الاسبوع الأول للتداول، كانت بمثابة نقلة مؤثرة في وضع السوق وتطلّعات المستثمرين على المدى المتوسط، حيث كان الارتفاع متواصل وعبر مراحل، بلغ مستوى 6200 نقطة بشهره الأول واخترق حاجز 6450 في شهره الثاني واستمر في الارتفاع إلى أن بلغ قمته في أواخر شهر جوان عند 7772 نقطة مسجلاً بذلك ارتفاعاً قدره 1838 نقطة عن الاقفال المسجل بتاريخ 2012/12/31، كما بلغ المؤشر الوزني للسوق 447 نقطة مرتفعاً بذلك 29.35 نقطة عن الاقفال المسجل بنهاية الفترة السابقة، وبذلك فقد حقق المؤشر العام مكاسب فاقت معدل 13%، في حين لم تتعد المؤشرات الموزونة في متوسطها نسبة 3%، ذلك أنّ شريحة واسعة من الأسهم صغيرة رأس المال حققت مكاسب كبيرة واستحوذت على المعدل الأكبر من مستوى السيولة المتداولة، ولذلك ورغم استمرار المؤشر السعري بحصد المكاسب إلا أنّ حركة المؤشرات الموزونة توضح الركود الذي يلف تداولات الأسهم القيادية.

وعموماً، هناك العديد من العوامل منها المحلية والعالمية التي ساهمت في تحقيق مؤشرات السوق هذه المكاسب المحدودة، تتمثل المحلية منها في: غياب المحفزات الايجابية التي تدفع السوق في الاتجاه الاستثماري، واستمرار ضعف أداء صناع السوق نظراً لاستمرار المشاكل المالية لدى عدد كبير من الشركات التي تقوم بدور صانع السوق، وتدني أسعار كثير من الأسهم القيادية والثقيلة وانخفاضها إلى ما دون مستوى الدينار لأول مرة منذ فترة طويلة نتيجة انخفاض معدلات الثقة في السوق، بالإضافة إلى تأثر السوق بالأوضاع السياسية ذات التأثير السلبي على مجمل أداء السوق...

أمّا العوامل الخارجية فيتمثل أهمّها في: تفاقم أزمة الديون السيادية في أوروبا، وقيام عدد من الدول الأوروبية باعتماد خطط تقشف لمواجهة تداعيات الأزمة المالية، فضلاً عن ظهور تقارير سلبية عديدة عن واقع الاقتصاد العالمي، وهو ما انعكس بشكل أو بآخر على أسواق المنطقة، بالإضافة إلى استمرار آثار الربيع العربي، حيث كان لذلك تداعيات سلبية على كثير من البورصات الخليجية.

تعتبر الأسهم من أبرز الأدوات المالية الإسلامية التي يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية، تتميز بخصائص كثيرة وعديدة، وتمنح لحاملها حقوقاً أساسية متلازمة مع السهم لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، وللسهم عدة قيم من أهمها: القيمة الاسمية، القيمة الإصدارية، القيمة الحقيقية، القيمة السوقية..

وتتنوع الأسهم التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية إلى أنواع عديدة منها: الأسهم النقدية، الأسهم العينية، الأسهم الاسمية، الأسهم الإذنية، الأسهم العادية، أسهم رأس المال، في حين أنها تخلو من بعض أنواع الأسهم المحرمة كالأسهم الممتازة...

والجدير بالذكر أنه يجوز إصدار وتداول الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً ويحقق مصلحة المجتمع، أما إذا كان غرضها محرماً غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، فيحرم إنشاء الشركة ويحرم تبعاً لذلك إصدار وتداول الأسهم التي تتكون منها هذه الشركة.

ويمكن تصنيف الشركات المصدرة للأسهم من حيث جواز تملك وتداول أسهمها إلى الشركات القائمة على أنشطة مباحة ولا خلاف في جواز إنشائها والاكتساب في أسهمها وبيعها وشرائها، والشركات القائمة على أعمال محرمة ولا خلاف بين العلماء في تحريم إنشائها والمساهمة فيها وحرمة تداول أسهمها بالبيع والشراء، والشركات ذات الأنشطة المختلطة التي يكون أصل تعاملها مباح ومجال نشاطها حلال لكنها لا تخلو من بعض المعاملات المحرمة، فالأصل جواز البيع والشراء في مثل هذه الشركات، ووجود الخلل في بعض تعاملاتها إنما يُوجب التخلي عن مقدار هذا الخلل من الكسب المحرم ولا يُوجب جعل الشركة كلها محرمة.

وتجدر الإشارة إلى أنّ الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية تحتل مكانة هامة ومميزة ولها دور كبير في تنشيط هذه السوق، ذلك أنّها تفوق نظيرتها التقليدية عدداً وحجماً حيث أنّها تمثل حوالي ثلثي إجمالي الشركات المدرجة بالسوق وتستحوذ على نسبة ما يقارب 65 % من مجموع الشركات المدرجة، كما تحوز تداولات أسهمها على اهتمام كبير من قبل جموع المستثمرين الذين يفضلون التعامل مع أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

الفصل الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية

حالة بعض الأسواق المالية العربية

تُعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، ومن أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة ومميّزة في الأسواق المالية، حيث أنّ الصكوك الإسلامية تُعتبر من أفضل وسائل جذب المدّخرات الحقيقية وتجميع الأموال اللازمة، لتمويل مختلف المشروعات التنموية والحيوية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وبطرقٍ مشروعة.

ولذلك فقد تمكّنت الصكوك الإسلامية من استقطاب أعداد كبيرة من المستثمرين من مختلف دول العالم الغربي والإسلامي على حدٍ سواء، وصارت متاحة للجميع سواء كانوا أفرادًا أم شركات أم حكومات في مختلف أنحاء العالم.

ومن خلال هذا الفصل سيتم التطرّق لمختلف جوانب الصكوك الإسلامية ومدى مساهمتها في تنشيط وتطوير الأسواق المالية من خلال المباحث التالية:

■ المبحث الأول: خصائص وأنواع الصكوك الإسلامية؛

■ المبحث الثاني: قوائم وخصائص إصدار وتداول الصكوك

الإسلامية؛

■ المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تنشيط

الأسواق المالية.

المبحث الأول : خصائص وأنواع الصكوك الإسلامية

تُعتبر الصكوك الإسلامية التي ظهرت كبديل إسلامي لسندات القرض التي تقوم على أساس الفائدة الربوية في النظام المالي التقليدي، من أهم الأدوات المالية التي شهدت انتشارًا وازدهارًا وإقبالاً واسعًا في مختلف دول العالم.

وللصكوك الإسلامية مزايا كثيرة وأنواع عديدة وخصائص تنفرد بها وتميّزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، يتم التطرّق إليها في العناصر التالية:

- **المطلب الأول : مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية؛**
- **المطلب الثاني : أنواع الصكوك الإسلامية.**

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية؛
- رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.

أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية

ينبغي تعريف الصكوك في اللغة ومن ثم في الاصطلاح الاقتصادي كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلاناً أي ضربه⁽¹⁾. وقد يُقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللفظ فارسي معرّب⁽²⁾. وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"⁽³⁾. وبالتالي، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقاً في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

2 - التعريف الاصطلاحي للصكوك: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"⁽⁴⁾.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: أعيان، أو

(1) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 456.

(2) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 871.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 457.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي:

1 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يؤمّل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميّزها عن السندات الربوية؛

2 - الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾.

3 - الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصّة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك⁽³⁾، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

(1) - القرار رقم: (178/4/19)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

(2) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد: 163،

المجلد: 14، 1994، ص: 55.

4 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً⁽¹⁾. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽²⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

5 - عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أنّ الصكّ الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصكّ لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بدّ أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁽³⁾.

6 - تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية⁽⁴⁾، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

ثالثاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

تتشترك الصكوك الإسلامية مع بعض الأوراق المالية الأخرى وخاصّة الأسهم والسندات التقليدية في بعض الخصائص، إلاّ أنّها تنفرد وتختص ببعض الخصائص والصفات التي تميّزها عنهم.

1 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال معرفة أوجه التشابه والاختلاف بينهما كما يلي:

جدول رقم (30): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم
تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأسهم فيما يلي:
— يمثّل كل من السّهم والصكّ ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وتشمل هذه الأصول غالباً: الأعيان والمنافع وما

(1) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة السعودية، 2010، ص: 14.

(2) - صفيّة أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

(3) - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، ص: 338.

(4) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11.

تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معًا.

- يستحق مالك السهم والصك حصّة في صافي ربح الشركة، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
- لحاملي الأسهم والصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الصكوك الإسلامية	الأسهم
1- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع.	1- يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
2- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمضاربة والإجارة... الخ وبذلك تتعدّد أنواعها.	2- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعًا من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك.
3- بالنسبة للشركة المصدرة، فالصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	3- تمثّل الأسهم حصّة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لخصّة مشاعة في رأس مال الشركة.
4- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	4- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
5- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	5 - الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

❖ المصدر : - أنظر:

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 15.

2 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك

الإسلامية والسندات التقليدية من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، كما يلي:

جدول رقم (31): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
تشارك الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في النقاط التالية:
- يعتبر كل من الصك والسند أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها هو الحصول على التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك والسندات أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكّم في حجم السيولة النقدية.
- تصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأهمّما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

- ليس للمالكي الصكوك والسندات الحق في الملكية وما يترتب عليها من آثار قانونية، كالتصويت والاشتراك في مجالس الإدارة. - تُستوفى كل من الصكوك والسندات في الوقت المحدد لها.	
أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	
الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
1- تمثل الصكوك حصصاً شائعة من جميع موجودات المشروع، والعلاقة بين حامل الصك ومصدره علاقة مشاركة.	1- تمثل السندات بجميع أنواعها ديناً في ذمة المدين المصدر لها شركات أو حكومات، والعلاقة بين حامل السند ومصدره علاقة مدائية.
2- تتمثل عائدات الصكوك في حصّة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقّق مستقبلاً.	2- تتمثل عائدات السندات في الفوائد المحددة المثبتة عليها.
3- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح ويتحمّل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".	3- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنّه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
4- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تُصرف نسبته بما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، فموجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	4- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند تصفية المشروع.
5- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.	5- السندات ورقة مالية محرّمة تعتمد على الفوائد الربوية.

❖ المصدر: - أنظر:

- علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاستثمار.."، مرجع سابق، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 14.
- خليفة بابكر الحسن، "حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 10.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 03.

رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتّفقه وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وأدوار عديدة سواء بالنسبة للأفراد أو للمؤسسات أو الحكومات، وذلك كما يلي:

1 - بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدّخرين كانوا أم مستثمرين في:

أ. وجود الصكوك الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة؛

ب. تُساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛

ج. تقدّم الصكوك الإسلامية قناة جيّدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية⁽¹⁾.

د. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛

هـ. تُعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معيّنة.

2 - بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمّة تتمثل في:

أ. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى؛

ب. توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛

ج. توسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول⁽²⁾.

د. تقدّم أسلوبًا جيّدًا لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به إدارة سيولتها، فتقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة، وبيع الصكوك في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة⁽³⁾.

هـ. الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقةٍ تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفًا من الوقوع في المحظورات⁽⁴⁾.

و. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة.

3 - بالنسبة للأسواق المالية: تؤدّي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور الأسواق المالية من خلال:

(1) - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02.

(2) - علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدّمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 12.

(3) - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 05.

(4) - وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926.

- أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛
 - ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارًا وتداولًا، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول؛
 - ج. زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرًا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛
 - د. تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصةً أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- 4 - بالنسبة للاقتصاد ككل:** تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:
- أ. تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
 - ب. تُساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمّول رويًا؛
 - ج. توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁽¹⁾.
 - د. إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود؛
 - هـ. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، بحيث يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي، وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها⁽²⁾.

(1) - عبد القوي ردمان محمد عثمان، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، 2009، ص: 7-8.

(2) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 927.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية؛
- رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.

أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية

ينبغي تعريف الصكوك في اللغة ومن ثم في الاصطلاح الاقتصادي كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلاناً أي ضربه⁽¹⁾. وقد يُقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللفظ فارسي معرّب⁽²⁾. وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"⁽³⁾. وبالتالي، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقاً في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

2 - التعريف الاصطلاحي للصكوك: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"⁽⁴⁾.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: أعيان، أو

(1) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 456.

(2) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 871.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 457.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي:

1 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يؤمّل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميّزها عن السندات الربوية؛

2 - الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾.

3 - الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك⁽³⁾، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

(1) - القرار رقم: (178/4/19)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

(2) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد: 163،

المجلد: 14، 1994، ص: 55.

4 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً⁽¹⁾. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽²⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

5 - عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أنّ الصكّ الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصكّ لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بدّ أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁽³⁾.

6 - تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية⁽⁴⁾، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

ثالثاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

تتشترك الصكوك الإسلامية مع بعض الأوراق المالية الأخرى وخاصّة الأسهم والسندات التقليدية في بعض الخصائص، إلاّ أنّها تنفرد وتختص ببعض الخصائص والصفات التي تميّزها عنهم.

1 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال معرفة أوجه التشابه والاختلاف بينهما كما يلي:

جدول رقم (30): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم
تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأسهم فيما يلي:
— يمثّل كل من السّهم والصّكّ ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وتشمل هذه الأصول غالباً: الأعيان والمنافع وما

(1) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة السعودية، 2010، ص: 14.

(2) - صفيّة أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

(3) - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، ص: 338.

(4) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11.

تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معًا.

- يستحق مالك السهم والصك حصّة في صافي ربح الشركة، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
- لحاملي الأسهم والصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الصكوك الإسلامية	الأسهم
1- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع.	1- يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
2- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمضاربة والإجارة... الخ وبذلك تتعدّد أنواعها.	2- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعًا من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك.
3- بالنسبة للشركة المصدرة، فالصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	3- تمثّل الأسهم حصّة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لخصّة مشاعة في رأس مال الشركة.
4- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	4- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
5- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	5 - الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

❖ المصدر : - أنظر:

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 15.

2 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك

الإسلامية والسندات التقليدية من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، كما يلي:

جدول رقم (31): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
تشارك الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في النقاط التالية:
- يعتبر كل من الصك والسند أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها هو الحصول على التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك والسندات أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكّم في حجم السيولة النقدية.
- تصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأهمّما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

- ليس للمالكي الصكوك والسندات الحق في الملكية وما يترتب عليها من آثار قانونية، كالتصويت والاشتراك في مجالس الإدارة. - تُستوفى كل من الصكوك والسندات في الوقت المحدد لها.	
أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	
الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
1- تمثل الصكوك حصصاً شائعة من جميع موجودات المشروع، والعلاقة بين حامل الصك ومصدره علاقة مشاركة.	1- تمثل السندات بجميع أنواعها ديناً في ذمة المدين المصدر لها شركات أو حكومات، والعلاقة بين حامل السند ومصدره علاقة مدائية.
2- تتمثل عائدات الصكوك في حصّة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً.	2- تتمثل عائدات السندات في الفوائد المحددة المثبتة عليها.
3- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح ويتحمل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".	3- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
4- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تُصرف نسبته بما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، فموجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	4- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند تصفية المشروع.
5- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.	5- السندات ورقة مالية محرّمة تعتمد على الفوائد الربوية.

❖ المصدر: - أنظر:

- علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاستثمار.."، مرجع سابق، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 14.
- خليفة بابكر الحسن، "حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 10.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 03.

رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتّفقه وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وأدوار عديدة سواء بالنسبة للأفراد أو للمؤسسات أو الحكومات، وذلك كما يلي:

1 - بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدّخرين كانوا أم مستثمرين في:

أ. وجود الصكوك الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة؛

ب. تُساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛

ج. تقدّم الصكوك الإسلامية قناة جيّدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية⁽¹⁾.

د. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛

هـ. تُعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معيّنة.

2 - بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمّة تتمثل في:

أ. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى؛

ب. توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛

ج. توسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول⁽²⁾.

د. تقدّم أسلوبًا جيّدًا لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به إدارة سيولتها، فتقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة، وبيع الصكوك في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة⁽³⁾.

هـ. الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقةٍ تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفًا من الوقوع في المحظورات⁽⁴⁾.

و. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة.

3 - بالنسبة للأسواق المالية: تؤدّي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور الأسواق المالية من خلال:

(1) - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02.

(2) - علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدّمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 12.

(3) - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 05.

(4) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926.

- أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛
 - ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارًا وتداولًا، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول؛
 - ج. زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرًا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛
 - د. تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصةً أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- 4 - بالنسبة للاقتصاد ككل:** تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:
- أ. تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
 - ب. تُساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمّول رويًا؛
 - ج. توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁽¹⁾.
 - د. إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود؛
 - هـ. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، بحيث يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي، وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها⁽²⁾.

(1) - عبد القوي ردمان محمد عثمان، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، 2009، ص: 7-8.

(2) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 927.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية؛
- رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.

أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية

ينبغي تعريف الصكوك في اللغة ومن ثم في الاصطلاح الاقتصادي كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلاناً أي ضربه⁽¹⁾. وقد يُقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللفظ فارسي معرّب⁽²⁾. وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"⁽³⁾. وبالتالي، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقاً في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

2 - التعريف الاصطلاحي للصكوك: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"⁽⁴⁾.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: أعيان، أو

(1) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 456.

(2) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 871.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 457.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي:

1 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يؤمل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات الربوية؛

2 - الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾.

3 - الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك⁽³⁾، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

(1) - القرار رقم: (178/4/19)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

(2) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد: 163،

المجلد: 14، 1994، ص: 55.

4 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً⁽¹⁾. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽²⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

5 - عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أنّ الصك الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بدّ أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁽³⁾.

6 - تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية⁽⁴⁾، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

ثالثاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

تتشترك الصكوك الإسلامية مع بعض الأوراق المالية الأخرى وخاصّة الأسهم والسندات التقليدية في بعض الخصائص، إلاّ أنّها تنفرد وتختص ببعض الخصائص والصفات التي تميّزها عنهم.

1 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال معرفة أوجه التشابه والاختلاف بينهما كما يلي:

جدول رقم (30): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم
تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأسهم فيما يلي:
— يمثّل كل من السّهم والصّك ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وتشمل هذه الأصول غالباً: الأعيان والمنافع وما

(1) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم"، المملكة السعودية، 2010، ص: 14.

(2) - صفيّة أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

(3) - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، ص: 338.

(4) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11.

تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معاً.

- يستحق مالك السهم والصك حصّة في صافي ربح الشركة، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
- لحاملي الأسهم والصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الصكوك الإسلامية	الأسهم
1- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع.	1- يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
2- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمضاربة والإجارة... الخ وبذلك تتعدّد أنواعها.	2- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعاً من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك.
3- بالنسبة للشركة المصدرة، فالصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	3- تمثّل الأسهم حصّة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لخصّة مشاعة في رأس مال الشركة.
4- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	4- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
5- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	5 - الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

❖ المصدر : - أنظر:

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 15.

2 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك

الإسلامية والسندات التقليدية من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، كما يلي:

جدول رقم (31): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
تتشترك الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في النقاط التالية:
- يعتبر كل من الصك والسند أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها هو الحصول على التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك والسندات أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكّم في حجم السيولة النقدية.
- تصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأهمّما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

- ليس لمالكي الصكوك والسندات الحق في الملكية وما يترتب عليها من آثار قانونية، كالتصويت والاشتراك في مجالس الإدارة. - تُستوفى كل من الصكوك والسندات في الوقت المحدد لها.	
أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	
الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
1- تمثل الصكوك حصصاً شائعة من جميع موجودات المشروع، والعلاقة بين حامل الصك ومصدره علاقة مشاركة.	1- تمثل السندات بجميع أنواعها ديناً في ذمة المدين المصدر لها شركات أو حكومات، والعلاقة بين حامل السند ومصدره علاقة مدائية.
2- تتمثل عائدات الصكوك في حصّة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً.	2- تتمثل عائدات السندات في الفوائد المحددة المثبتة عليها.
3- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح ويتحمل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".	3- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
4- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تُصرف نسبته بما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، فموجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	4- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند تصفية المشروع.
5- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.	5- السندات ورقة مالية محرّمة تعتمد على الفوائد الربوية.

❖ المصدر: - أنظر:

- علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاستثمار.."، مرجع سابق، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 14.
- خليفة بابكر الحسن، "حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 10.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 03.

رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتّفقه وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وأدوار عديدة سواء بالنسبة للأفراد أو للمؤسسات أو الحكومات، وذلك كما يلي:

1 - بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدّخرين كانوا أم مستثمرين في:

أ. وجود الصكوك الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة؛

ب. تُساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛

ج. تقدّم الصكوك الإسلامية قناة جيّدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية⁽¹⁾.

د. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛

هـ. تُعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معيّنة.

2 - بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمّة تتمثل في:

أ. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى؛

ب. توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛

ج. توسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول⁽²⁾.

د. تقدّم أسلوباً جيّداً لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به إدارة سيولتها، فتقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة، وبيع الصكوك في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة⁽³⁾.

هـ. الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقةٍ تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفاً من الوقوع في المحظورات⁽⁴⁾.

و. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة.

3 - بالنسبة للأسواق المالية: تؤدّي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور الأسواق المالية من خلال:

(1) - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02.

(2) - علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدّمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 12.

(3) - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 05.

(4) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926.

- أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛
- ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول؛
- ج. زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظراً لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛
- د. تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصةً أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- 4 - بالنسبة للاقتصاد ككل:** تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:
- أ. تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
- ب. تُساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمّول ربيعاً؛
- ج. توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁽¹⁾.
- د. إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود؛
- هـ. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، بحيث يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي، وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها⁽²⁾.

(1) - عبد القوي ردمان محمد عثمان، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، 2009، ص: 7-8.

(2) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 927.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية؛
- رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.

أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية

ينبغي تعريف الصكوك في اللغة ومن ثم في الاصطلاح الاقتصادي كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلاناً أي ضربه⁽¹⁾. وقد يُقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللفظ فارسي معرّب⁽²⁾. وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"⁽³⁾. وبالتالي، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقاً في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

2 - التعريف الاصطلاحي للصكوك: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"⁽⁴⁾.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: أعيان، أو

(1) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 456.

(2) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 871.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 457.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي:

1 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يؤمل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميزها عن السندات الربوية؛

2 - الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾.

3 - الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك⁽³⁾، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

(1) - القرار رقم: (178/4/19)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

(2) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد: 163،

المجلد: 14، 1994، ص: 55.

4 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً⁽¹⁾. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽²⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

5 - عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أنّ الصك الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بدّ أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁽³⁾.

6 - تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية⁽⁴⁾، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

ثالثاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

تتشترك الصكوك الإسلامية مع بعض الأوراق المالية الأخرى وخاصّة الأسهم والسندات التقليدية في بعض الخصائص، إلاّ أنّها تنفرد وتختص ببعض الخصائص والصفات التي تميّزها عنهم.

1 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال معرفة أوجه التشابه والاختلاف بينهما كما يلي:

جدول رقم (30): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم
تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأسهم فيما يلي:
— يمثّل كل من السّهم والصّك ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وتشمل هذه الأصول غالباً: الأعيان والمنافع وما

(1) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم"، المملكة السعودية، 2010، ص: 14.

(2) - صفيّة أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

(3) - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، ص: 338.

(4) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11.

تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معاً.

- يستحق مالك السهم والصك حصّة في صافي ربح الشركة، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
- لحاملي الأسهم والصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الصكوك الإسلامية	الأسهم
1- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع.	1- يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
2- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمضاربة والإجارة... الخ وبذلك تتعدّد أنواعها.	2- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعاً من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك.
3- بالنسبة للشركة المصدرة، فالصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	3- تمثّل الأسهم حصّة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لخصّة مشاعة في رأس مال الشركة.
4- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	4- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
5- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	5 - الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

❖ المصدر : - أنظر:

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 15.

2 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك

الإسلامية والسندات التقليدية من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، كما يلي:

جدول رقم (31): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
تشارك الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في النقاط التالية:
- يعتبر كل من الصك والسند أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها هو الحصول على التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك والسندات أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكّم في حجم السيولة النقدية.
- تصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأهمّما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

- ليس للمالكي الصكوك والسندات الحق في الملكية وما يترتب عليها من آثار قانونية، كالتصويت والاشتراك في مجالس الإدارة. - تُستوفى كل من الصكوك والسندات في الوقت المحدد لها.	
أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	
الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
1- تمثل الصكوك حصصاً شائعة من جميع موجودات المشروع، والعلاقة بين حامل الصك ومصدره علاقة مشاركة.	1- تمثل السندات بجميع أنواعها ديناً في ذمة المدين المصدر لها شركات أو حكومات، والعلاقة بين حامل السند ومصدره علاقة مدائية.
2- تتمثل عائدات الصكوك في حصّة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً.	2- تتمثل عائدات السندات في الفوائد المحددة المثبتة عليها.
3- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح ويتحمل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".	3- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
4- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تُصرف نسبته بما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، فموجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	4- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند تصفية المشروع.
5- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.	5- السندات ورقة مالية محرّمة تعتمد على الفوائد الربوية.

❖ المصدر: - أنظر:

- علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاستثمار.."، مرجع سابق، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 14.
- خليفة بابكر الحسن، "حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 10.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 03.

رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتّفقه وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وأدوار عديدة سواء بالنسبة للأفراد أو للمؤسسات أو الحكومات، وذلك كما يلي:

1 - بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدّخرين كانوا أم مستثمرين في:

أ. وجود الصكوك الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة؛

ب. تُساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛

ج. تقدّم الصكوك الإسلامية قناة جيّدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية⁽¹⁾.

د. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛

هـ. تُعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معيّنة.

2 - بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمّة تتمثل في:

أ. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى؛

ب. توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛

ج. توسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول⁽²⁾.

د. تقدّم أسلوبًا جيّدًا لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به إدارة سيولتها، فتقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة، وبيع الصكوك في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة⁽³⁾.

هـ. الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقةٍ تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفًا من الوقوع في المحظورات⁽⁴⁾.

و. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة.

3 - بالنسبة للأسواق المالية: تؤدّي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور الأسواق المالية من خلال:

(1) - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02.

(2) - علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدّمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 12.

(3) - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 05.

(4) - وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926.

- أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛
 - ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارًا وتداولًا، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول؛
 - ج. زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرًا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛
 - د. تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصة أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- 4 - بالنسبة للاقتصاد ككل:** تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:
- أ. تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
 - ب. تُساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمّول رويًا؛
 - ج. توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁽¹⁾.
 - د. إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود؛
 - هـ. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، بحيث يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي، وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها⁽²⁾.

(1) - عبد القوي ردمان محمد عثمان، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، 2009، ص: 7-8.

(2) - وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 927.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرًا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية؛
- رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.

أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية

ينبغي تعريف الصكوك في اللغة ومن ثم في الاصطلاح الاقتصادي كما يلي:

1 - التعريف اللغوي للصكوك: الصكوك جمع صك، والصك في لغة العرب: الضرب، يُقال: صكَّ فلانٌ فلاناً أي ضربه⁽¹⁾. وقد يُقصد بالصك: الكتاب، وجمعه: أصك وصكوك وصكاك، وعلى هذا المعنى فاللفظ فارسي معرّب⁽²⁾. وقد يُراد بالصك: "وثيقة اعتراف بالمال المقبوض، أو وثيقة حق في ملك أو نحوه"⁽³⁾. وبالتالي، فالصك هو ورقة مكتوبة تثبت لمالكها حقاً في مال، وفي اصطلاح الفكر المالي التقليدي يُطلق لفظ الصك كأحد الأوراق المالية.

2 - التعريف الاصطلاحي للصكوك: عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"⁽⁴⁾.

وقد ورد في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، أنّ الصكوك الإسلامية هي: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات: أعيان، أو

(1) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 456.

(2) - الفيروز آبادي، مرجع سابق، ص: 871.

(3) - محمد بن مكرم بن منظور، مرجع سابق، ص: 457.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص: 288.

منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلاً، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه⁽¹⁾.

ومن التعريفين السابقين، يمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثل نقداً أو ديناً محضاً، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عديدة، يمكن توضيحها فيما يلي:

1 - الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات: تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يؤمّل من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها، وهذا ما يميّزها عن السندات الربوية؛

2 - الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة: تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية⁽²⁾.

3 - الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: يحصل مالك الصك على عائد يكون حصّة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك⁽³⁾، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم.

(1) - القرار رقم: (178/4/19)، مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

(2) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، بحث مقدم إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص: 06.

(3) - أحمد محي الدين أحمد، "الأدوات الاستثمارية الإسلامية ودورها في تنشيط البورصات العربية"، مجلة المصارف العربية، العدد: 163،

المجلد: 14، 1994، ص: 55.

4 - قابلية الصكوك الإسلامية للتداول: تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً⁽¹⁾. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها⁽²⁾، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنّها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة.

5 - عدم قابلية الصكوك للتجزئة: أي أنّ الصك الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بدّ أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁽³⁾.

6 - تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية: لاشك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية⁽⁴⁾، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

ثالثاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية

تتشترك الصكوك الإسلامية مع بعض الأوراق المالية الأخرى وخاصّة الأسهم والسندات التقليدية في بعض الخصائص، إلاّ أنّها تنفرد وتختص ببعض الخصائص والصفات التي تميّزها عنهم.

1 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال معرفة أوجه التشابه والاختلاف بينهما كما يلي:

جدول رقم (30): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم
تتشترك الصكوك الإسلامية مع الأسهم فيما يلي:
— يمثّل كل من السّهم والصّك ملكية حصة شائعة في صافي أصول الشركة، وتشمل هذه الأصول غالباً: الأعيان والمنافع وما

(1) - عبد الله بن محمد المطلق، "الصكوك"، بحث مقدم إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم"، المملكة السعودية، 2010، ص: 14.

(2) - صفيّة أحمد أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 14.

(3) - علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية - دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، ص: 338.

(4) - عبد الملك منصور، "العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 11.

تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معًا.

- يستحق مالك السهم والصك حصّة في صافي ربح الشركة، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
- تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معيّنة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
- لحاملي الأسهم والصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الصكوك الإسلامية	الأسهم
1- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع.	1- يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
2- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمضاربة والإجارة... الخ وبذلك تتعدّد أنواعها.	2- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعًا من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك.
3- بالنسبة للشركة المصدرة، فالصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممّول للشركة المصدرة.	3- تمثّل الأسهم حصّة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لحصّة مشاعة في رأس مال الشركة.
4- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	4- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
5- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	5 - الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

❖ المصدر : - أنظر:

- معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، "الصكوك قضايا فقهية واقتصادية"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 06.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 15.

2 - الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية: يمكن توضيح الفرق بين الصكوك

الإسلامية والسندات التقليدية من خلال تحديد أوجه التشابه والاختلاف بينهما، كما يلي:

جدول رقم (31): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية
تشارك الصكوك الإسلامية مع السندات التقليدية في النقاط التالية:
- يعتبر كل من الصك والسند أوراق مالية يمكن تداولها، الغرض منها هو الحصول على التمويل.
- يمكن من خلال الصكوك والسندات أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكّم في حجم السيولة النقدية.
- تصنّف الصكوك والسندات بشكل عام بأهمّما أوراق مالية ذات استقرار كبير ومخاطر متدنية.

- ليس للمالكي الصكوك والسندات الحق في الملكية وما يترتب عليها من آثار قانونية، كالتصويت والاشتراك في مجالس الإدارة. - تُستوفى كل من الصكوك والسندات في الوقت المحدد لها.	
أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	
الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
1- تمثل الصكوك حصصاً شائعة من جميع موجودات المشروع، والعلاقة بين حامل الصك ومصدره علاقة مشاركة.	1- تمثل السندات بجميع أنواعها ديناً في ذمة المدين المصدر لها شركات أو حكومات، والعلاقة بين حامل السند ومصدره علاقة مدائية.
2- تتمثل عائدات الصكوك في حصّة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً.	2- تتمثل عائدات السندات في الفوائد المحددة المثبتة عليها.
3- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح ويتحمل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة "الغنم بالغرم".	3- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها.
4- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تُصرف نسبته بما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، فموجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	4- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المتفق عليها عند تصفية المشروع.
5- الصكوك ورقة مالية مباحة مهيكلّة على عقود شرعية.	5- السندات ورقة مالية محرّمة تعتمد على الفوائد الربوية.

❖ المصدر: - أنظر:

- علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاستثمار.."، مرجع سابق، ص: 03.
- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 14.
- خليفة بابكر الحسن، "حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 10.
- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، مرجع سابق، ص: 03.

رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية

تُعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل الاقتصادي المتّفقه وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك فقد حظيت باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، نظراً لما لها من أهمية كبيرة وأدوار عديدة سواء بالنسبة للأفراد أو للمؤسسات أو الحكومات، وذلك كما يلي:

1 - بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد مدّخرين كانوا أم مستثمرين في:

أ. وجود الصكوك الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثلها لأسباب اقتصادية معقولة؛

ب. تُساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛

ج. تقدّم الصكوك الإسلامية قناة جيّدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم، وفي الوقت نفسه استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية⁽¹⁾.

د. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة استثمارية شرعية ذات مخاطر منخفضة عادة قابلة للتداول والتسييل؛

هـ. تُعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث أنّها تمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معيّنة.

2 - بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تقوم المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار الصكوك الإسلامية وتحقق بذلك نتائج مهمّة تتمثل في:

أ. رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرّة أخرى؛

ب. توسيع حجم الأعمال للمؤسسات بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية؛

ج. توسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول⁽²⁾.

د. تقدّم أسلوباً جيّداً لإدارة السيولة تستطيع من خلاله المصارف والمؤسسات الإسلامية به إدارة سيولتها، فتقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة، وبيع الصكوك في السوق الثانوية إذا احتاجت للسيولة⁽³⁾.

هـ. الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقةٍ تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي لطالما كانت منعزلة عن التنمية خوفاً من الوقوع في المحظورات⁽⁴⁾.

و. تُعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة.

3 - بالنسبة للأسواق المالية: تؤدّي الصكوك الإسلامية دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسّع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور الأسواق المالية من خلال:

(1) - محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 02.

(2) - علاء الدين زعتري، "الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدّمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 12.

(3) - محمد تقي العثماني، "الصكوك كأداة لإدارة السيولة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 05.

(4) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 926.

- أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛
 - ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارًا وتداولًا، وتشمل المصارف الإسلامية وفي بعض الأحيان المصارف التقليدية كما في ماليزيا، وشركات الاستثمار والحكومات والقطاع الخاص والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك بالنسبة للصكوك القابلة للتداول؛
 - ج. زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرًا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛
 - د. تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصةً أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي.
- 4 - بالنسبة للاقتصاد ككل:** تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد ككل في كونها:
- أ. تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
 - ب. تُساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي تعزف عن المشاركة في المشاريع التي تمّول رويًا؛
 - ج. توفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية⁽¹⁾.
 - د. إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الإعمار والتقدم المنشود؛
 - هـ. تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، بحيث يمكن أن تعتبر بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي، وما ينجر عنه من تراكم للديون عليها⁽²⁾.

(1) - عبد القوي ردمان محمد عثمان، "الصكوك الإسلامية وإدارة السيولة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، سوريا، 2009، ص: 7-8.

(2) - وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 927.

المبحث الثاني:

ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

نظرًا للإقبال المتزايد والانتشار السريع للصكوك الإسلامية، التي تُعد من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة في أسواق المال العالمية، وأصبحت مُتاحة للجميع أفراد وشركات وحكومات في مختلف الدول، كان من اللازم أن تخضع للعديد من الأسس والقواعد والضوابط التي تنظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، ولأجل ذلك سيتم التطرق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية؛
- المطلب الثاني : ضوابط تداول الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية للعديد من الشروط والقواعد القانونية والضوابط الشرعية، لضمان خلّوها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية، ويمكن توضيح ذلك في العناصر التالية:

- أولاً : أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

أولاً : أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية

ينبغي توضيح مفهوم عملية إصدار الصكوك الإسلامية أولاً ومن ثمّ معرفة مختلف الأطراف المشاركة في العملية والخطوات اللازمة للإصدار كما يلي:

1 - مفهوم إصدار الصكوك الإسلامية: يُقصد بإصدار الصكوك الإسلامية: "طرحها للاكتتاب فيها، من خلال توجيه مُصدر الصكوك الراغب في استثمار أو استخدام حصيلتها بصيغة من صيغ الاستثمار أو التمويل الشرعية أو وكيله، إيجاباً إلى الجمهور أو إلى مكتبتين بأعيانهم، يعرض عليهم فيه الدخول معه في عقد من العقود الشرعية، ويكون قبولهم لهذا الإيجاب بالاكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها ويتم بهذا القبول عقد الإصدار"⁽¹⁾.

2 - أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية: عادةً ما يشترك في عملية إصدار الصكوك الإسلامية الجهات والأطراف التالية:

أ- جهة الإصدار (مصدر الصكوك): هو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية كضمن لبيع عين مؤجرة، أو أجرة في إجارة، أو تكلفة لشراء بضاعة المراجعة، أو تصنيع العين المباعة استصناعاً، أو ثمناً لبضاعة السلم، أو رأس مال مضاربة، أو حصّة في مشاركة، وقد يكون مُصدر الصكوك شركة أو فرداً أو

⁽¹⁾ - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها"، مرجع سابق، ص: 21.

حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار⁽¹⁾.

ب- وكيل الإصدار: هو مؤسسة وسيطة تتولّى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع الإجراءات نيابةً عن جهة الإصدار، وذلك مقابل أجر متفق عليه أو وفق ما تضمنته نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين جهة الإصدار ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر؛

ج- مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار وذلك مقابل أجر؛

د- متعهد الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

هـ- مدير الاستثمار: هو الذي يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من جهة الإصدار، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار؛

و- أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولّى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار⁽²⁾.

3 - خطوات تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية: تشمل عملية تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية على العديد من الخطوات الأولية التي لا يُشترط فيها التسلسل، فقد تتقدّم إحداها على الأخرى دون أي خلل أو قد تتم جميعها أو يتم الاختصار على بعضها، وعادةً ما تتم على النحو التالي⁽³⁾:

أ. إعداد التصوّر والهيكل التنظيمي الذي يمثّل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة مختلف الجوانب القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدّد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، التي يتعيّن حسن اختيارها لتعزيز الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وتتم هذه الخطوة من

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها"، مرجع سابق، ص: 21.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 325-326.

(3) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 920-921.

قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك سواء كانت من طرف الممولين (بعض المصارف) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل)، وعادةً ما تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولّى عملية تنظيم الإصدار مقابل عمولة، بالإضافة إلى الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للتأكد من سلامتها من أي خلل شرعي؛

ب. تأسيس شركة ذات غرض خاص لتمثيل المستثمرين حملة الصكوك وذلك في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنّها مملوكة بالكامل لحملة الصكوك وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة؛

ج. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستموّل بها الموجودات الممثّلة بالصكوك؛
د. تسويق الصكوك إمّا من خلال طرحها مباشرةً للجمهور، أو من خلال بيع الصكوك التي تمثّل موجودات الأعيان أو المنافع جملةً إلى المستثمر الأوّل الذي قد يكون مصرفاً أو مجموعة مصارف لتسويقها وبيعها للجمهور؛

هـ. تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية تتعهد بتغطية الاكتتاب، حيث يُباع لها الإصدار بسعر عادةً أقل من القيمة الاسمية لتحقيق الربح، ويتم التعهد بالشراء بإحدى القيم التالية:

- القيمة السوقية لموجودات الصكوك؛
- القيمة العادلة بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجودات؛
- بسعر يُتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبله؛
- بالقيمة الاسمية؛
- بسعر يحدّده الواعد عند الوعد⁽¹⁾.

(1) - معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، مرجع سابق، ص: 21.

ثانيًا: التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية

تتضح أهمية الإطار التشريعي في تنشيط التعامل بالصكوك الإسلامية من خلال التطرق للنقاط التالية:

1 - أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية: يُعتبر وجود الإطار التشريعي

في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك نظرًا للعوامل التالية:

أ. تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة ووضع الإطار التشريعي لها، لضمان تنظيم التعامل بها وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدد وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي؛

ب. تجلب وتجذب الصكوك الإسلامية الفوائد المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع وكذلك الشركات والمؤسسات، فهي تُعد وعاء عام توظف فيه أموال المجتمع، يتطلب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته وعموم التعامل به بين الأفراد والمؤسسات، وقد جرى العرف القانوني والعملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظًا على أموال المجتمع؛

ج. تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تتأسس عليه: كالمضاربة والإجارة والاستصناع، كما أنها تتنوع أيضًا من حيث مجال توظيفها والجهة المصدرة لها.. الخ، لذلك يكون من الأهمية بمكان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك⁽¹⁾.

د. ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تُصدر صكوكًا قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معين أو عملية معينة أو لأي غرض آخر، إلا بموجب نظام "قانون" يحدّد الأحكام والشروط العامة لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك، وكيفية تداولها وحقوق والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين؛

هـ. ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تُترك قواعد تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها وغرضها وطرحها للاكتتاب العام

(1) - عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 44.

لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلا بد أن تكون محكمة بنظام يصدر طبقاً للإجراءات القانونية المعتمدة؛

و. لا يكفي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة وأحكام الشرعية الإسلامية، وذلك لسببين:

- **السبب الأول:** أن الشريعة الإسلامية جاءت بمبادئ وقواعد عامة في ما يخص معظم المعاملات المالية، ومن الطبيعي أن تصدر اجتماعات عديدة للفقهاء والعلماء حول المسألة الواحدة، وتركت قواعد الشريعة الحق لولي الأمر في اختيار الرأي الفقهي الذي يراه مناسباً ومحققاً للمصلحة العامة، وأن يضع التنظيمات التفصيلية في إطار مبادئ الشريعة وقواعدها العامة على النحو الذي يتلاءم مع ظروف الزمان والمكان ومصالح الدولة والأفراد؛

- **السبب الثاني:** يُعد إصدار هذا النظام تطبيقاً للقواعد العامة المقررة في الشريعة لأهميته وضرورته، فهو الذي يحدد أنواع الصكوك وأغراضها والتأكد من توافق هذه الصكوك وأحكام الشريعة، كما يحدد شروط وإجراءات إصدارها وتداولها، ويحدد أيضاً القواعد المنظمة لحملة الصكوك والجهات المصدرة لها.. الخ، وكل الأسواق المالية المنظمة في مختلف الدول لا تسمح بطرح وتداول أوراق مالية إلا إذا كانت منظمة ومحكومة بقانون معين⁽¹⁾.

ز. تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية في أنها تصدر بناءً على رأي هيئة شرعية قد تكون مختلفة حتى ضمن الإصدار الواحد، لذلك لابد من تقنين هذه العملية حفاظاً على حقوق الأطراف المختلفة للصكوك⁽²⁾.

2 - قانون تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية: تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية ضرورة صياغة ووضع قانون متكامل للصكوك يعالج المواضيع التالية⁽³⁾:

(1) - خالد أحمد عثمان، "الصكوك الإسلامية في حاجة إلى تنظيم قانوني"، جريدة الاقتصادية، العدد: 6046، 01 ماي 2010، متوفرة على الرابط التالي: http://www.aleqt.com/2010/05/01/article_386600.html

(2) - محمد سعيد الحمامي، "التحديات القانونية والتشريعية لإصدار صكوك إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية... تنمية وممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 09.

(3) - أنظر:

- عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 45.
- محمد سعيد الحمامي، مرجع سابق، ص: 12.
- قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية، رقم (93/ر)، "النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة،

- أ. تقديم تعريف واضح للصكوك الإسلامية، ولكافة المتعاملين بها والجهات ذات العلاقة: الصكوك الإسلامية، التصكيك، مدير الإصدار، وكيل الإصدار، الشركة ذات الغرض الخاص، موجودات الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، المكتتب أو حامل الصك..؛
- ب. تحديد الجهات التي يُسمح لها بإصدار الصكوك الإسلامية مثل: الهيئات العامة والمؤسسات العامة والشركات المساهمة..؛
- ج. تنظيم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص مثل توضيح أغراضها وإدارتها والشكل القانوني، بالإضافة إلى تعيين الجهة الرقابية التابعة لها مثل هيئة الأوراق المالية؛
- د. توضيح خصائص الصكوك الإسلامية وجميع أنواعها والأحكام الخاصة بكل نوع مثل: صكوك الاستصناع أو الإجارة أو المراجعة..؛
- هـ. تحديد شروط إصدار الصكوك الإسلامية من قبل المؤسسات والحكومات، كأن تكون مثلاً مُجازة من قبل هيئة شرعية أو أية شروط أخرى تضعها هيئة الأوراق المالية؛
- و. تحديد المعلومات الواجب توافرها في نشرة الإصدار المعدة من قبل الجهة المصدرة، مثل:
 - معلومات عامة عن الجهة المصدرة: اسمها، غرضها، رأس مالها..؛
 - معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية؛
 - معلومات متعلقة بالصكوك الإسلامية: القيمة الإجمالية للإصدار، قيمة الصكوك الاسمية، وعددها، والربح المتوقع..؛
 - المعلومات القانونية، وتشمل: تفاصيل القوانين أو المراسيم أو القرارات أو الموافقات التي تم بموجبها إصدار الصكوك الإسلامية...
- ز. كيفية تغطية قيمة الصكوك ودور متعهد التغطية؛
- ح. تقارير الإفصاح ودوريتها ومسؤولية الوسيط والحافظ الأمين؛
- ط. تكوين هيئة حملة الصكوك وتحديد مهامها وتوضيح اجتماعاتها وأعمالها ودوريتها؛
- ي. أحكام عامة، مثل: دور الهيئة الرقابية والشرعية، مراقب الحسابات والحافظ الأمين وجهات التنصيف الائتماني..؛
- ك. تحديد إجراءات فض الخلافات بين مختلف أطراف الصكوك؛

ل. توضيح الإجراءات التي تقوم بها الجهة الرقابية لمعالجة أي مخالفات تقوم بها جهة الإصدار لتعهداتها بموجب نشرة الإصدار؛

م. مآل المشروع الممول في حالة التخلف أو التعثر عن تسديد الأقساط.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

هناك العديد من الشروط الواجب توافرها في مصدري الصكوك الإسلامية، باعتبارهم طرفاً في العقود التي تصدر الصكوك على أساسها، وهو ما يُعرف بشروط الإصدار، ويُقصد بها الشروط التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الصكوك حتى تستوفي شروط الإيجاب الشرعي الذي ينشأ عن قبول العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، والذي تترتب آثاره في حق عاقيه: المصدر والمكتتب، ويُعد المكتتب في الصكوك بناءً على نشرة الإصدار قابلاً لهذا العقد بجميع الشروط والأحكام التي تتضمنها هذه النشرة، ويدخل في ذلك موافقة المكتتب على تعيين مدير الإصدار وأمين الاستثمار ومتعهد التغطية وغيرهم من المشاركين في الإصدار الذين تحددهم النشرة واختصاصاتهم وحدود سلطاتهم والأجور والعمولات التي تدفع لهم⁽¹⁾. ومن أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها لإصدار صكوك تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية ما يلي:

1. يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك؛
2. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وهما: مُصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وفق نوع العقد وصفته الشرعية⁽²⁾. ويُقصد بعقد الإصدار: "العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، حيث أن كل إصدار يجب أن يستند على عقد من العقود الشرعية تتوافر فيه أركان وشروط هذا العقد وتترتب عليه أحكامه وآثاره، وهذه العقود قد تكون بيعاً أو إجارةً أو مراكةً أو مشاركةً أو مضاربةً أو استصناعاً..، وقد يكون خليطاً من هذه العقود أو عقداً جديداً ملتزماً بالضوابط الشرعية، وينعقد عقد الإصدار بإيجاب من مصدر الصكوك وقبول من المكتتبين فيه، ويوجّه

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، مرجع سابق، ص: 22.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 313.

الإيجاب من خلال نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه⁽¹⁾.

3. أن يمثل الصك ملكية حصّة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرّفات المقرّرة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث...، مع العلم أنّ الصكوك تمثّل موجودات المشروع العينية والمعنوية وديونها⁽²⁾.

4. ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار:

أ. شروط التعاقد وكل المعلومات المتعلقة بالمشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم ودوافع عزلهم؛
ب. ينبغي أن ينص في نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى ضرورة وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدّته؛
ج. يجب أن تتضمن النشرة تحديد نوع العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كالأستصناع أو الإجارة أو...، وضرورة استثمار حصيلة الصكوك وما تتحوّل إليه الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛

د. ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك الصك في العُثم بمقدار مشاركته ومساهمته ويتحمّل من العُثم بنسبة ما تمثّله صكوكه من حقوق مالية⁽³⁾.

5. لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك على نص:

أ. بضمان قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نصّ على ذلك صراحةً أو ضمناً بطل شرط الضمان؛
ب. نص يُلزم أحد الشركاء ببيع حصته ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، ويجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع الذي لا يتم إلاّ بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء وتُرضي الطرفين؛
ج. نصاً يؤدّي إلى احتمال قطع الشركة في الربح وتوزّع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الاتفاق على نسب التوزيع؛

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، مرجع سابق، ص: 21.

(2) - محمد عبد الغفار الشريف، "الضوابط الشرعية للتوزيع والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 05.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 317.

6. محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويُعرف مقدار الربح إمّا بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزّع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد، وبالنسبة للمشروع الذي يُدر إيراداً أو غلة، فيجوز أن توزّع غلته، وما يوزّع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب؛ ولا مانع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معيّنة في نهاية كل دورة، إمّا من حصّة الصكوك في الأرباح في حالة التنضيض الدوري، وإمّا من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزّعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر رأس المال⁽¹⁾.
7. يتولّى إدارة الصكوك الشركة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لعقد المضاربة، وقد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المصدرة على أن تقوم بإدارة الصكوك مقابل عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المضاربة؛
8. ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار بوضوح طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة، ولا يجوز تأخير ذلك لغاية انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك؛ وفي حالة حدوث خسارة بدون تقصير أو تعدي أو إهمال الشركة المصدرة التي تدير الإصدار، تكون على المشاركين وليس على الشركة التي تخسر الجهد والوقت⁽²⁾.
9. يجوز أن تتعهد مؤسسة معيّنة بشراء الصكوك التي لم يُكتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولة مقابل ذلك التعهد؛
10. يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل لها، وذلك بحسب العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه؛
11. يجوز أن يُنظّم مُصدر الصكوك أو حملتها طريقة مشروعة للتحوّط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزّعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين تكافلي بأقساط تُدفع من حصّة حملة الصكوك في العائد أو من تبرّعات حملة الصكوك، ولا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معيّنة من العائد⁽³⁾.

(1) - محمد عبد الغفار الشريف ، مرجع سابق، ص: 06.

(2) - عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص: 16.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 318.

المطلب الأول: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

تخضع عملية إصدار الصكوك الإسلامية للعديد من الشروط والقواعد القانونية والضوابط الشرعية، لضمان خلّوها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية، ويمكن توضيح ذلك في العناصر التالية:

- أولاً : أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية؛
- ثانياً : التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية؛
- ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

أولاً : أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية

ينبغي توضيح مفهوم عملية إصدار الصكوك الإسلامية أولاً ومن ثمّ معرفة مختلف الأطراف المشاركة في العملية والخطوات اللازمة للإصدار كما يلي:

1 - مفهوم إصدار الصكوك الإسلامية: يُقصد بإصدار الصكوك الإسلامية: "طرحها للاكتتاب فيها، من خلال توجيه مُصدر الصكوك الراغب في استثمار أو استخدام حصيلتها بصيغة من صيغ الاستثمار أو التمويل الشرعية أو وكيله، إيجاباً إلى الجمهور أو إلى مكتبتين بأعيانهم، يعرض عليهم فيه الدخول معه في عقد من العقود الشرعية، ويكون قبولهم لهذا الإيجاب بالاكتتاب في الصكوك المصدرة ودفع قيمتها ويتم بهذا القبول عقد الإصدار"⁽¹⁾.

2 - أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية: عادةً ما يشترك في عملية إصدار الصكوك الإسلامية الجهات والأطراف التالية:

أ- جهة الإصدار (مصدر الصكوك): هو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية كضمن لبيع عين مؤجرة، أو أجرة في إجارة، أو تكلفة لشراء بضاعة المراجعة، أو تصنيع العين المباعة استصناعاً، أو ثمناً لبضاعة السلم، أو رأس مال مضاربة، أو حصّة في مشاركة، وقد يكون مُصدر الصكوك شركة أو فرداً أو

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها"، مرجع سابق، ص: 21.

حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار⁽¹⁾.

ب- وكيل الإصدار: هو مؤسسة وسيطة تتولّى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع الإجراءات نيابةً عن جهة الإصدار، وذلك مقابل أجر متفق عليه أو وفق ما تضمّنته نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين جهة الإصدار ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر؛

ج- مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار وذلك مقابل أجر؛

د- متعهد الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

هـ- مدير الاستثمار: هو الذي يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من جهة الإصدار، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار؛

و- أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولّى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وتحتفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار⁽²⁾.

3 - خطوات تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية: تشتمل عملية تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية على العديد من الخطوات الأولية التي لا يُشترط فيها التسلسل، فقد تتقدّم إحداها على الأخرى دون أي خلل أو قد تتم جميعها أو يتم الاختصار على بعضها، وعادةً ما تتم على النحو التالي⁽³⁾:

أ. إعداد التصرّو والهيكل التنظيمي الذي يمثّل آلية الاستثمار بواسطة الصكوك، ودراسة مختلف الجوانب القانونية والإجرائية والتنظيمية ودراسة الجدوى وتضمين ذلك كله في نشرة الإصدار، وقد يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة والاتفاقيات التي تحدّد حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة، التي يتعيّن حسن اختيارها لتعزيز الثقة والطمأنينة لدى المكتتبين، وتتم هذه الخطوة من

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها"، مرجع سابق، ص: 21.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 325-326.

(3) - وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجي، مرجع سابق، ص: 920-921.

قبل الجهة القائمة بعملية إنشاء الصكوك سواء كانت من طرف الممولين (بعض المصارف) أو من طرف المستفيد من التمويل (الشركات المحتاجة للتمويل)، وعادةً ما تستعين الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بمكتب خبرة أو دراسات ليتولّى عملية تنظيم الإصدار مقابل عمولة، بالإضافة إلى الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية واستيفاء الأحكام والضوابط للتأكد من سلامتها من أي خلل شرعي؛

ب. تأسيس شركة ذات غرض خاص لتمثيل المستثمرين حملة الصكوك وذلك في مناطق ذات إعفاء ضريبي، وتكون ذات شخصية مستقلة بالرغم من أنّها مملوكة بالكامل لحملة الصكوك وذلك لتمثيلهم في إيجاد العلاقات بالجهات المختلفة، وتقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي ستغطي الوحدات المصدرة؛

ج. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستموّل بها الموجودات الممثّلة بالصكوك؛
د. تسويق الصكوك إمّا من خلال طرحها مباشرةً للجمهور، أو من خلال بيع الصكوك التي تمثّل موجودات الأعيان أو المنافع جملةً إلى المستثمر الأوّل الذي قد يكون مصرفاً أو مجموعة مصارف لتسويقها وبيعها للجمهور؛

هـ. تسعى الجهة المصدرة للصكوك إلى تأمين تغطية كاملة للإصدار من قبل مؤسسة مالية تتعهد بتغطية الاكتتاب، حيث يُباع لها الإصدار بسعر عادةً أقل من القيمة الاسمية لتحقيق الربح، ويتم التعهد بالشراء بإحدى القيم التالية:

- القيمة السوقية لموجودات الصكوك؛
- القيمة العادلة بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجودات؛
- بسعر يُتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبله؛
- بالقيمة الاسمية؛
- بسعر يحدّده الواعد عند الوعد⁽¹⁾.

(1) - معبد علي الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، مرجع سابق، ص: 21.

ثانيًا: التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية

تتضح أهمية الإطار التشريعي في تنشيط التعامل بالصكوك الإسلامية من خلال التطرق للنقاط التالية:

1 - أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية: يُعتبر وجود الإطار التشريعي

في غاية الأهمية لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية، وذلك نظرًا للعوامل التالية:

أ. تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج إلى ضرورة صياغة ووضع الإطار التشريعي لها، لضمان تنظيم التعامل بها وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة حتى لا تتعدد وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي؛

ب. تجلب وتجذب الصكوك الإسلامية الفوائد المالية لجمهور عريض من أفراد المجتمع وكذلك الشركات والمؤسسات، فهي تُعد وعاء عام توظف فيه أموال المجتمع، يتطلب توفير حماية له تتناسب مع طبيعته وعموم التعامل به بين الأفراد والمؤسسات، وقد جرى العرف القانوني والعملي على توفير الحماية القانونية لمثل هذا الوعاء حفاظًا على أموال المجتمع؛

ج. تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تتأسس عليه: كالمضاربة والإجارة والاستصناع، كما أنّها تتنوع أيضًا من حيث مجال توظيفها والجهة المصدرة لها.. الخ، لذلك يكون من الأهمية بمكان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك⁽¹⁾.

د. ضرورة توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تُصدر صكوكًا قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط معيّن أو عملية معيّنة أو لأي غرض آخر، إلّا بموجب نظام "قانون" يحدّد الأحكام والشروط العامة لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب إتباعها لإصدار هذه الصكوك، وكيفية تداولها وحقوق والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين؛

هـ. ينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة، فلا يجب أن تُترك قواعد تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية مهما كان نوعها وغرضها وطرحها للاكتتاب العام

(1) - عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 44.

لاجتهادات الجهة المصدرة لها، فلا بد أن تكون محكمة بنظام يصدر طبقاً للإجراءات القانونية المعتمدة؛

و. لا يكفي أن تكون الصكوك الإسلامية متوافقة وأحكام الشرعية الإسلامية، وذلك لسببين:

- **السبب الأول:** أن الشريعة الإسلامية جاءت بمبادئ وقواعد عامة في ما يخص معظم المعاملات المالية، ومن الطبيعي أن تصدر اجتماعات عديدة للفقهاء والعلماء حول المسألة الواحدة، وتركت قواعد الشريعة الحق لولي الأمر في اختيار الرأي الفقهي الذي يراه مناسباً ومحققاً للمصلحة العامة، وأن يضع التنظيمات التفصيلية في إطار مبادئ الشريعة وقواعدها العامة على النحو الذي يتلاءم مع ظروف الزمان والمكان ومصالح الدولة والأفراد؛

- **السبب الثاني:** يُعد إصدار هذا النظام تطبيقاً للقواعد العامة المقررة في الشريعة لأهميته وضرورته، فهو الذي يحدد أنواع الصكوك وأغراضها والتأكد من توافق هذه الصكوك وأحكام الشريعة، كما يحدد شروط وإجراءات إصدارها وتداولها، ويحدد أيضاً القواعد المنظمة لحملة الصكوك والجهات المصدرة لها.. الخ، وكل الأسواق المالية المنظمة في مختلف الدول لا تسمح بطرح وتداول أوراق مالية إلا إذا كانت منظمة ومحكومة بقانون معين⁽¹⁾.

ز. تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية في أنها تصدر بناءً على رأي هيئة شرعية قد تكون مختلفة حتى ضمن الإصدار الواحد، لذلك لابد من تقنين هذه العملية حفاظاً على حقوق الأطراف المختلفة للصكوك⁽²⁾.

2 - قانون تنظيم إصدار الصكوك الإسلامية: تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية ضرورة صياغة ووضع قانون متكامل للصكوك يعالج المواضيع التالية⁽³⁾:

(1) - خالد أحمد عثمان، "الصكوك الإسلامية في حاجة إلى تنظيم قانوني"، جريدة الاقتصادية، العدد: 6046، 01 ماي 2010، متوفرة على الرابط التالي: http://www.aleqt.com/2010/05/01/article_386600.html

(2) - محمد سعيد الحمامي، "التحديات القانونية والتشريعية لإصدار صكوك إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية... تنمية وممارسات دولية"، الأردن، 2010، ص: 09.

(3) - أنظر:

- عبد الملك منصور، مرجع سابق، ص: 45.
- محمد سعيد الحمامي، مرجع سابق، ص: 12.
- قرار مجلس إدارة هيئة الأوراق المالية، رقم (93/ر)، "النظام الخاص بإدراج الصكوك الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة،

- أ. تقديم تعريف واضح للصكوك الإسلامية، ولكافة المتعاملين بها والجهات ذات العلاقة: الصكوك الإسلامية، التصكيك، مدير الإصدار، وكيل الإصدار، الشركة ذات الغرض الخاص، موجودات الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية، المكتتب أو حامل الصك..؛
- ب. تحديد الجهات التي يُسمح لها بإصدار الصكوك الإسلامية مثل: الهيئات العامة والمؤسسات العامة والشركات المساهمة..؛
- ج. تنظيم تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص مثل توضيح أغراضها وإدارتها والشكل القانوني، بالإضافة إلى تعيين الجهة الرقابية التابعة لها مثل هيئة الأوراق المالية؛
- د. توضيح خصائص الصكوك الإسلامية وجميع أنواعها والأحكام الخاصة بكل نوع مثل: صكوك الاستصناع أو الإجارة أو المراجعة..؛
- هـ. تحديد شروط إصدار الصكوك الإسلامية من قبل المؤسسات والحكومات، كأن تكون مثلاً مُجازة من قبل هيئة شرعية أو أية شروط أخرى تضعها هيئة الأوراق المالية؛
- و. تحديد المعلومات الواجب توافرها في نشرة الإصدار المعدة من قبل الجهة المصدرة، مثل:
 - معلومات عامة عن الجهة المصدرة: اسمها، غرضها، رأس مالها..؛
 - معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية؛
 - معلومات متعلقة بالصكوك الإسلامية: القيمة الإجمالية للإصدار، قيمة الصكوك الاسمية، وعددها، والربح المتوقع..؛
 - المعلومات القانونية، وتشمل: تفاصيل القوانين أو المراسيم أو القرارات أو الموافقات التي تم بموجبها إصدار الصكوك الإسلامية...
- ز. كيفية تغطية قيمة الصكوك ودور متعهد التغطية؛
- ح. تقارير الإفصاح ودوريتها ومسؤولية الوسيط والحافظ الأمين؛
- ط. تكوين هيئة حملة الصكوك وتحديد مهامها وتوضيح اجتماعاتها وأعمالها ودوريتها؛
- ي. أحكام عامة، مثل: دور الهيئة الرقابية والشرعية، مراقب الحسابات والحافظ الأمين وجهات التنصيف الائتماني..؛
- ك. تحديد إجراءات فض الخلافات بين مختلف أطراف الصكوك؛

ل. توضيح الإجراءات التي تقوم بها الجهة الرقابية لمعالجة أي مخالفات تقوم بها جهة الإصدار لتعهداتها بموجب نشرة الإصدار؛

م. مآل المشروع الممول في حالة التخلف أو التعثر عن تسديد الأقساط.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

هناك العديد من الشروط الواجب توافرها في مصدري الصكوك الإسلامية، باعتبارهم طرفاً في العقود التي تصدر الصكوك على أساسها، وهو ما يُعرف بشروط الإصدار، ويُقصد بها الشروط التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الصكوك حتى تستوفي شروط الإيجاب الشرعي الذي ينشأ عن قبول العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، والذي تترتب آثاره في حق عاقيه: المصدر والمكتتب، ويُعد المكتتب في الصكوك بناءً على نشرة الإصدار قابلاً لهذا العقد بجميع الشروط والأحكام التي تتضمنها هذه النشرة، ويدخل في ذلك موافقة المكتتب على تعيين مدير الإصدار وأمين الاستثمار ومتعهد التغطية وغيرهم من المشاركين في الإصدار الذين تحددهم النشرة واختصاصاتهم وحدود سلطاتهم والأجور والعمولات التي تدفع لهم⁽¹⁾. ومن أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها لإصدار صكوك تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية ما يلي:

1. يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك؛
2. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وهما: مُصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وفق نوع العقد وصفته الشرعية⁽²⁾. ويُقصد بعقد الإصدار: "العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، حيث أن كل إصدار يجب أن يستند على عقد من العقود الشرعية تتوافر فيه أركان وشروط هذا العقد وتترتب عليه أحكامه وآثاره، وهذه العقود قد تكون بيعاً أو إجارةً أو مراكةً أو مشاركةً أو مضاربةً أو استصناعاً..، وقد يكون خليطاً من هذه العقود أو عقداً جديداً ملتزماً بالضوابط الشرعية، وينعقد عقد الإصدار بإيجاب من مصدر الصكوك وقبول من المكتتبين فيه، ويوجّه

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، مرجع سابق، ص: 22.

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 313.

الإيجاب من خلال نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه⁽¹⁾.

3. أن يمثّل الصّك ملكية حصّة شائعة في المشروع الذي أُصدّرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرّفات المقرّرة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث...، مع العلم أنّ الصكوك تمثّل موجودات المشروع العينية والمعنوية وديونها⁽²⁾.

4. ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار:

أ. شروط التعاقد وكل المعلومات المتعلقة بالمشاركين في الإصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم ودوافع عزلهم؛
ب. ينبغي أن ينص في نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى ضرورة وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدّته؛
ج. يجب أن تتضمن النشرة تحديد نوع العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كالأستصناع أو الإجارة أو...، وضرورة استثمار حصيلة الصكوك وما تتحوّل إليه الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛

د. ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك الصك في العُثم بمقدار مشاركته ومساهمته ويتحمّل من العُثم بنسبة ما تمثّله صكوكه من حقوق مالية⁽³⁾.

5. لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك على نص:

أ. بضمان قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نصّ على ذلك صراحةً أو ضمناً بطل شرط الضمان؛
ب. نص يُلزم أحد الشركاء ببيع حصته ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، ويجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع الذي لا يتم إلاّ بعقد وبالقائمة التي يرتضيها الخبراء وتُرضي الطرفين؛
ج. نصاً يؤدّي إلى احتمال قطع الشركة في الربح وتوزّع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الاتفاق على نسب التوزيع؛

(1) - حسين حامد حسان، "ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة به"، مرجع سابق، ص: 21.

(2) - محمد عبد الغفار الشريف، "الضوابط الشرعية للتوزيع والتداول للأسهم والحصص والصكوك"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 05.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 317.

6. محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويُعرف مقدار الربح إمّا بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزّع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد، وبالنسبة للمشروع الذي يُدر إيراداً أو غلة، فيجوز أن توزّع غلته، وما يوزّع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب؛ ولا مانع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معيّنة في نهاية كل دورة، إمّا من حصّة الصكوك في الأرباح في حالة التنضيض الدوري، وإمّا من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزّعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر رأس المال⁽¹⁾.
7. يتولّى إدارة الصكوك الشركة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لعقد المضاربة، وقد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المصدرة على أن تقوم بإدارة الصكوك مقابل عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المضاربة؛
8. ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار بوضوح طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة، ولا يجوز تأخير ذلك لغاية انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك؛ وفي حالة حدوث خسارة بدون تقصير أو تعدي أو إهمال الشركة المصدرة التي تدير الإصدار، تكون على المشاركين وليس على الشركة التي تخسر الجهد والوقت⁽²⁾.
9. يجوز أن تتعهد مؤسسة معيّنة بشراء الصكوك التي لم يُكتب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولة مقابل ذلك التعهد؛
10. يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل لها، وذلك بحسب العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه؛
11. يجوز أن يُنظّم مُصدر الصكوك أو حملتها طريقة مشروعة للتحوّط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزّعة (احتياطي معدل التوزيع)، مثل إنشاء صندوق تأمين تكافلي بأقساط تُدفع من حصّة حملة الصكوك في العائد أو من تبرّعات حملة الصكوك، ولا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معيّنة من العائد⁽³⁾.

(1) - محمد عبد الغفار الشريف، مرجع سابق، ص: 06.

(2) - عبد الله المطلق، مرجع سابق، ص: 16.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 318.

الفصل الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية

– حالة السوق المالية السعودية –

تُعد صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم أدوات السوق المالية الإسلامية باعتبارها وسيلة فعالة في تجميع المدخرات، والإتاحة للمستثمرين خاصةً صغارهم الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للمشاركة في الأسواق المالية المحليّة والعالميّة وبضوابط شرعية وذلك تحت إشراف أجهزة متخصصة.

وفضلاً على أنّها تقوم بدور هام كمحرّك ومحفّز ومنشط للأسواق المالية الإسلامية، فهي كذلك تساهم مساهمةً فعّالة في إحداث التنمية الاقتصادية في البلاد الإسلامية. وللوقوف أكثر على حقيقة صناديق الاستثمار الإسلامية يتم التطرّق للمباحث التالية:

■ المبحث الأول : خصائص وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية؛

■ المبحث الثاني : ضوابط إصدار وتداول الوحدات الاستثمارية؛

■ المبحث الثالث: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط

السوق المالية السعودية.

المبحث الأول:

خصائص وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من أهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية، وهي عبارة عن محفظة تضم تشكيلة متنوعة من الأصول التي يتم اختيارها وانتقاؤها بدقة بما يتناسب مع الأهداف المقررة والمعلنة للصندوق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية، وهي تستهدف المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة استثمارية خاصة بهم، والمستثمرين الذين تتوافر لديهم الموارد المالية ولكن تنقصهم الخبرة الكافية والدراية اللازمة، أو أنه ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ.

وللوقوف أكثر على مفهوم وخصائص ومزايا صناديق الاستثمار الإسلامية سيتم التطرق للعناصر

التالية:

- المطلب الأول: مزايا ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الأول: مزاي ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق طرق وأساليب مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومختصة، وذلك بغرض تنميتها والحفاظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثالثاً : آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- رابعاً : مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.

أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد وردت تعاريف عديدة بينت حقيقة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1- التعريف الأول: صندوق الاستثمار الإسلامي هو: "ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناءً عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب"⁽¹⁾.

2 - التعريف الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكوّن من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمّل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة"⁽²⁾.

3 - التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولّى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما

(1) - محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، 2002، متوفر على الرابط التالي: www.elgari.com/islamicfriends.htm

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، البحرين، 2010.

بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية⁽¹⁾.

4 - التعريف الرابع: تُعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى بجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزّع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمز بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فترت يقع الغرم عليها"⁽²⁾.

ومن جملة هذه التعاريف التي تشترك في ما بينها في الفكرة العامة والمبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصناديق الاستثمارية الإسلامية، يمكن تعريفها بأنها: وعاء استثماري، يتولى بجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة محترفة ومتخصصة لتوظيفها وإدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها والمستثمرين فيها والاقتصاد ككل.

ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد تضمّنت التعاريف السابقة والمتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية أهم الخصائص المميّزة لها، والتي يمكن توضيحها في ما يلي:

1. تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل⁽³⁾.

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 11.

(2) - أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص: 21.

(3) - حسين حسن شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 11.

2. تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يُوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق⁽¹⁾.

3. تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن الجامع الفقهي وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

4. تُوظف أموال الصندوق وفقاً للضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية، والمضاربة والمشاركة والمراجعة والسلم والإجارة والاستصناع، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة⁽²⁾.

5. تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والاختصاص والاحتراف، وتكون الإدارة إمّا على أساس:

أ. المضاربة : حيث يحدّد المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق؛

ب. أو الوكالة: حيث يحدّد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معيّنة أو بنسبة من المساهمات وتؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو بنسبة من صافي الموجودات⁽³⁾.

6. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، وتتمثل هذه الأطراف عادةً في:

أ. الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، ويُطلق عليهم "المؤسسون" أو "المساهمون"؛

ب. المشتركون في الصندوق: هم الذين يشترون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية؛

ج. إدارة الصندوق: الجهة التي تتولى إدارة عمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛

(1) - عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

(2) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، مرجع سابق.

د. جهات تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية التي قد تعهد إليها الجهة

المنشئة للصندوق، إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر⁽¹⁾.

7. يحق لمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب

مع الاستثمار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛

8. إضافةً إلى الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الإسلامي أيضاً

بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق⁽²⁾.

ثالثاً: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في قيام جهة معينة من ذوي الخبرة والاختصاص وبعد الحصول على موافقة الجهات المشرفة، بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في مجالات معينة لغرض الحصول على عوائد مجزية بأقل مخاطر ممكنة، وذلك وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ويمر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف المنشود منها، يمكن تلخيصها في ما يلي⁽³⁾:

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 14.

(2) - المرجع السابق، ص: 12.

(3) - أنظر :

- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 24.
- عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14.
- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 587-588.
- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 814-815.
- يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 104.
- حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

1. قيام جهة معيّنة والراغبة في إنشاء صناديق استثمار إسلامية بالبحث عن نشاط أو مشروع معيّن وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون هذا المجال: الاستثمار في أسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معيّن أو..؛

2. تقوم تلك الجهة المنشئة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، وإعداد نشرة الإصدار أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط الاكتتاب، وضوابط الاسترداد ومواعيدها وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها، بالإضافة إلى تحديد حقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

3. تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة، وخاصةً:

- أ. نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين؛
- ب. المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة؛
- ج. توضيح مختلف الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها الجهة المنشئة وبقية الجهات الأخرى ذات العلاقة؛

4. يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، ويُعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة ما يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك باسم مالكيها وليس لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية؛

5. بعدما تتلقى الجهة المنشئة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، مع ضرورة التركيز على سياسة التنويع من خلال تجميع استثمارات متنوعة: أسهم، صكوك، عقارات... في محفظة الاستثمار، وهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار؛

6. بعد التشغيل الفعلي للصندوق، يقوم المدير بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية، قد يكون ذلك يوميًا أو أسبوعيًا أو في مواعيد محدّدة وفق ما نصّت عليه لائحة الاكتتاب، وذلك لغرض تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بالبيع والشراء؛

7. يتم توزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، ويتمثّل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار، وصافي أصوله بتاريخ التقييم، وغالبًا ما يتم توزيع الأرباح بإحدى الطريقتين:

- أ. يتم توزيع أرباح دورية على المستثمرين مالكي الوثائق الاستثمارية وقت استحقاق الأرباح؛
- ب. يتم إعادة استثمار الأرباح المتحقّقة في وحدات الصندوق، فتكون الأرباح والخسائر المتحقّقة تساوي مقدار التغيير الحاصل في قيمة الوحدة، ويتم الحصول على هذه الأرباح إمّا ببيع الوحدة أو الانتظار حتّى انتهاء عمر الصندوق وتصفيته؛

8. يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية متى أراد ذلك، ويُشترط في حالة الاسترداد الجزئي أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معيّن، وإلاّ فإنّه يُلزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية؛

9. ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحدّدة له، وإذا لم يكن له نهاية محدّدة فإنّه يستمر ويظل باقياً حتّى يقرّر المدير إنهاءه في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

رابعاً: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بأهمية بالغة، نظرًا لما تتمتع به من فوائد كثيرة ومزايا عديدة سواء بالنسبة لمؤسسيها أو للمستثمرين فيها أو بالنسبة للاقتصاد ككل، وذلك كما يلي:

1 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد: تتيح صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد المزايا التالية:

أ- الإدارة المتخصصة: يستفيد الفرد المدّخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرة ومهارة إدارة الصندوق التي تكون عادةً من ذوي الكفاءة والخبرة والاحتراف، خاصّةً فيما يتعلّق بتقليل

مخاطر الاستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وتكاليف إدارة منخفضة، وهي ميزة قد لا يحققها المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه⁽¹⁾، ذلك أن الإدارة المحترفة للصندوق يمكنها اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بفاعلية أكبر وأفضل من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، ولذلك فإن صناديق الاستثمار تناسب وتلائم المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة اللازمة والمعلومات الضرورية والوقت الكافي لإدارة محفظة استثمارية⁽²⁾.

ب- التنويع وتخفيض المخاطر: من أهم مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على تحقيق مبدأ التنويع الفعال كمًّا ونوعًا للتشكيلة التي يتكوّن منها الصندوق، بطريقة تُسهم في تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها حملة الوحدات الاستثمارية وذلك بأقل قدر من الأموال المستثمرة، وهو ما لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقه إِمَّا لنقص الخبرة لديه، أو لعدم كفاية المبالغ المتاحة لديه للاستثمار⁽³⁾.

وينبغي أن لا تكون أصول التشكيلة المنتقاة تتحرّك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات، ممّا يتيح فرصة أكبر لتعويض أي انخفاض وهبوط في مستوى أي من فئات الأصول في الصندوق⁽⁴⁾. وقد يتخذ التنويع أشكالاً متعدّدة، منها:

- التنويع بين الأنواع المختلفة للأصول: أسهم، صكوك، عقارات...؛
- التنويع بين العديد من الشركات المصدرة لنفس النوع من الأصول المالية: الأسهم؛
- التنويع بين العديد من القطاعات بدلاً من تركيز الاستثمارات في قطاع معيّن؛
- تنويع الإصدارات من عدّة دول مختلفة.

ج- السيولة والمرونة: توفر صناديق الاستثمار للمستثمرين حملة الوثائق سيولة عالية وتكاليف متدنية، حيث يمكن للمستثمر أن يقوم ببيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة ويُسر، كما يمكنه أيضًا وخاصةً بالنسبة للصناديق المفتوحة استرداد قيمة الوثائق التي يمتلكها متى أراد ذلك بتكلفة قليلة أو حتى دون

(1) - أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 10-11.

(2) - أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 55.

(3) - صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 801.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 840.

تكلفة⁽¹⁾، وهي بذلك تُتيح للمستثمرين حرية الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، وهو ما يناسب ويوائم المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقتٍ لآخر⁽²⁾.

د- حدود المشاركة المتدنية: تُتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين المشاركة في الصندوق بحدود دنيا للاستثمار، طالما كان يمتلك قيمة الحد الأدنى من الوثائق التي تحوله الاشتراك في تلك الصناديق، وهي بذلك تُتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنوع استثماراتهم؛

هـ- تنوع الأهداف الاستثمارية: تتنوع صناديق الاستثمار وتختلف في أهدافها بما يتناسب مع طبيعة كل مستثمر ويساعده على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه، وهي بذلك تلبي هدفًا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، في حين قد تهدف صناديق أخرى إلى تحقيق الدخل وهكذا⁽³⁾.

و- الرقابة والشفافية: تعتبر صناديق الاستثمار من أكبر الخدمات الاستثمارية تنظيمًا وخضوعًا للتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عملها⁽⁴⁾. وبالتالي فإن هذه الجهات الإشرافية والرقابية على الصناديق تطالبها بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها، إذ أنّها تجربها على تقديم تقارير دورية عن أنشطة الصناديق في فترات منتظمة، كما أنّها تقوم بتقييم الوحدات الاستثمارية دوريًا، مما يُساعد المستثمر على معرفة عائد استثماره واتخاذ القرار الاستثماري المناسب⁽⁵⁾.

2 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد ككل: تُتيح صناديق الاستثمار العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، يمكن توضيحها فيما يلي:

أ. تُعد صناديق الاستثمار وسيلة فعّالة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع خاص عن طريق الاكتتاب العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والمصارف للاكتتاب العام؛

(1) - هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص: 232.

(2) - أشرف محمد دوابة، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 56.

(3) - محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق، ص: 203.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 841.

(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة"، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 110.

- ب. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات، كما تُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية بما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- ج. تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المستثمرين خاصةً صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة؛
- د. تمثل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار، قوّة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، ممّا يساعد هذه الشركات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛
- هـ. تُساهم في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني؛
- و. تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية ممّا يُساعد في تنشيط وكفاءة هذه السوق، كما أنّ حركة البيع والشراء في حد ذاتها تُساهم في تنشيطها؛
- ز. فتحت صناديق الاستثمار المجال لصغار المدخرين لدخول أسواق الأوراق المالية بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين، ممّا يُساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية بشكلٍ عام؛
- ح. تساعد صناديق الاستثمار على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يُحجم مالكوها عن استثمارها، بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم، فهذه الصناديق التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها وفي إدارتها المحترفة، ممّا يشجّعهم على استثمار هذه الأموال الجامدة والمعطلة⁽¹⁾.

(1) - أنظر :

- عبد المجيد صلاحين، مرجع سابق، ص: 6-7.
- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 803.
- أشرف دواية، "صناديق الاستثمار الإسلامية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 57.
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص: 111-112.
- عدنان الهندي وآخرون، "المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 49.

المطلب الأول: مزاي ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق طرق وأساليب مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومختصة، وذلك بغرض تنميتها والحفاظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثالثاً : آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- رابعاً : مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.

أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد وردت تعاريف عديدة بينت حقيقة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1- التعريف الأول: صندوق الاستثمار الإسلامي هو: "ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناءً عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب"⁽¹⁾.

2 - التعريف الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكوّن من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمّل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة"⁽²⁾.

3 - التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولّى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما

(1) - محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، 2002، متوفر على الرابط التالي: www.elgari.com/islamicfriends.htm

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، البحرين، 2010.

بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية⁽¹⁾.

4 - التعريف الرابع: تُعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى بجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزّع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمز بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فترت يقع الغرم عليها"⁽²⁾.

ومن جملة هذه التعاريف التي تشترك في ما بينها في الفكرة العامة والمبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصناديق الاستثمارية الإسلامية، يمكن تعريفها بأنها: وعاء استثماري، يتولى بجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة محترفة ومتخصصة لتوظيفها وإدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها والمستثمرين فيها والاقتصاد ككل.

ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد تضمنت التعاريف السابقة والمتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية أهم الخصائص المميّزة لها، والتي يمكن توضيحها في ما يلي:

1. تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل⁽³⁾.

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 11.

(2) - أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص: 21.

(3) - حسين حسن شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 11.

2. تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يُوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق⁽¹⁾.

3. تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن الجامع الفقهي وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

4. تُوظف أموال الصندوق وفقاً للضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية، والمضاربة والمشاركة والمراجعة والسلم والإجارة والاستصناع، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة⁽²⁾.

5. تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والاختصاص والاحتراف، وتكون الإدارة إمّا على أساس:

أ. المضاربة : حيث يحدّد المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق؛

ب. أو الوكالة: حيث يحدّد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معيّنة أو بنسبة من المساهمات وتؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو بنسبة من صافي الموجودات⁽³⁾.

6. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، وتتمثل هذه الأطراف عادةً في:

أ. الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، ويُطلق عليهم "المؤسسون" أو "المساهمون"؛

ب. المشتركون في الصندوق: هم الذين يشترون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية؛

ج. إدارة الصندوق: الجهة التي تتولى إدارة عمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛

(1) - عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

(2) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، مرجع سابق.

د. جهات تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية التي قد تعهد إليها الجهة

المنشئة للصندوق، إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر⁽¹⁾.

7. يحق لمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب

مع الاستثمار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛

8. إضافةً إلى الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الإسلامي أيضاً

بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق⁽²⁾.

ثالثاً: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في قيام جهة معينة من ذوي الخبرة والاختصاص وبعد الحصول على موافقة الجهات المشرفة، بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في مجالات معينة لغرض الحصول على عوائد مجزية بأقل مخاطر ممكنة، وذلك وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ويمر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف المنشود منها، يمكن تلخيصها في ما يلي⁽³⁾:

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 14.

(2) - المرجع السابق، ص: 12.

(3) - أنظر :

- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 24.
- عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14.
- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 587-588.
- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 814-815.
- يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 104.
- حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

1. قيام جهة معيّنة والراغبة في إنشاء صناديق استثمار إسلامية بالبحث عن نشاط أو مشروع معيّن وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون هذا المجال: الاستثمار في أسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معيّن أو..؛

2. تقوم تلك الجهة المنشئة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، وإعداد نشرة الإصدار أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط الاكتتاب، وضوابط الاسترداد ومواعيدها وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها، بالإضافة إلى تحديد حقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

3. تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة، وخاصةً:

- أ. نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين؛
- ب. المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة؛
- ج. توضيح مختلف الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها الجهة المنشئة وبقية الجهات الأخرى ذات العلاقة؛

4. يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، ويُعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة ما يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك باسم مالكيها وليس لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية؛

5. بعدما تتلقّى الجهة المنشئة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، مع ضرورة التركيز على سياسة التنويع من خلال تجميع استثمارات متنوعة: أسهم، صكوك، عقارات... في محفظة الاستثمار، وهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار؛

6. بعد التشغيل الفعلي للصندوق، يقوم المدير بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية، قد يكون ذلك يوميًا أو أسبوعيًا أو في مواعيد محدّدة وفق ما نصّت عليه لائحة الاكتتاب، وذلك لغرض تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بالبيع والشراء؛

7. يتم توزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، ويتمثّل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار، وصافي أصوله بتاريخ التقييم، وغالبًا ما يتم توزيع الأرباح بإحدى الطريقتين:

- أ. يتم توزيع أرباح دورية على المستثمرين مالكي الوثائق الاستثمارية وقت استحقاق الأرباح؛
- ب. يتم إعادة استثمار الأرباح المتحقّقة في وحدات الصندوق، فتكون الأرباح والخسائر المتحقّقة تساوي مقدار التغيير الحاصل في قيمة الوحدة، ويتم الحصول على هذه الأرباح إمّا ببيع الوحدة أو الانتظار حتّى انتهاء عمر الصندوق وتصفيته؛

8. يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية متى أراد ذلك، ويُشترط في حالة الاسترداد الجزئي أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معيّن، وإلاّ فإنّه يُلزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية؛

9. ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحدّدة له، وإذا لم يكن له نهاية محدّدة فإنّه يستمر ويظل باقياً حتّى يقرّر المدير إنهاءه في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

رابعاً: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بأهمية بالغة، نظرًا لما تتمتع به من فوائد كثيرة ومزايا عديدة سواء بالنسبة لمؤسسيها أو للمستثمرين فيها أو بالنسبة للاقتصاد ككل، وذلك كما يلي:

1 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد: تتيح صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد المزايا التالية:

أ- الإدارة المتخصصة: يستفيد الفرد المدّخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرة ومهارة إدارة الصندوق التي تكون عادةً من ذوي الكفاءة والخبرة والاحتراف، خاصّةً فيما يتعلّق بتقليل

مخاطر الاستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وتكاليف إدارة منخفضة، وهي ميزة قد لا يحققها المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه⁽¹⁾، ذلك أن الإدارة المحترفة للصندوق يمكنها اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بفاعلية أكبر وأفضل من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، ولذلك فإن صناديق الاستثمار تناسب وتلائم المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة اللازمة والمعلومات الضرورية والوقت الكافي لإدارة محفظة استثمارية⁽²⁾.

ب- التنويع وتخفيض المخاطر: من أهم مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على تحقيق مبدأ التنويع الفعال كمًّا ونوعًا للتشكيلة التي يتكوّن منها الصندوق، بطريقة تُسهم في تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها حملة الوحدات الاستثمارية وذلك بأقل قدر من الأموال المستثمرة، وهو ما لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقه إِمَّا لنقص الخبرة لديه، أو لعدم كفاية المبالغ المتاحة لديه للاستثمار⁽³⁾.

وينبغي أن لا تكون أصول التشكيلة المنتقاة تتحرّك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات، ممّا يتيح فرصة أكبر لتعويض أي انخفاض وهبوط في مستوى أي من فئات الأصول في الصندوق⁽⁴⁾. وقد يتخذ التنويع أشكالاً متعدّدة، منها:

- التنويع بين الأنواع المختلفة للأصول: أسهم، صكوك، عقارات...؛
- التنويع بين العديد من الشركات المصدرة لنفس النوع من الأصول المالية: الأسهم؛
- التنويع بين العديد من القطاعات بدلاً من تركيز الاستثمارات في قطاع معيّن؛
- تنويع الإصدارات من عدّة دول مختلفة.

ج- السيولة والمرونة: توفر صناديق الاستثمار للمستثمرين حملة الوثائق سيولة عالية وتكاليف متدنية، حيث يمكن للمستثمر أن يقوم ببيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة ويُسر، كما يمكنه أيضًا وخاصةً بالنسبة للصناديق المفتوحة استرداد قيمة الوثائق التي يمتلكها متى أراد ذلك بتكلفة قليلة أو حتى دون

(1) - أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 10-11.

(2) - أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 55.

(3) - صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 801.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 840.

تكلفة⁽¹⁾، وهي بذلك تُتيح للمستثمرين حرية الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، وهو ما يناسب ويوائم المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقتٍ لآخر⁽²⁾.

د- حدود المشاركة المتدنية: تُتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين المشاركة في الصندوق بحدود دنيا للاستثمار، طالما كان يمتلك قيمة الحد الأدنى من الوثائق التي تحوله الاشتراك في تلك الصناديق، وهي بذلك تُتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنوع استثماراتهم؛

هـ- تنوع الأهداف الاستثمارية: تتنوع صناديق الاستثمار وتختلف في أهدافها بما يتناسب مع طبيعة كل مستثمر ويساعده على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه، وهي بذلك تلبي هدفًا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، في حين قد تهدف صناديق أخرى إلى تحقيق الدخل وهكذا⁽³⁾.

و- الرقابة والشفافية: تعتبر صناديق الاستثمار من أكبر الخدمات الاستثمارية تنظيمًا وخضوعًا للتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عملها⁽⁴⁾. وبالتالي فإن هذه الجهات الإشرافية والرقابية على الصناديق تطالبها بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها، إذ أنّها تجربها على تقديم تقارير دورية عن أنشطة الصناديق في فترات منتظمة، كما أنّها تقوم بتقييم الوحدات الاستثمارية دوريًا، مما يُساعد المستثمر على معرفة عائد استثماره واتخاذ القرار الاستثماري المناسب⁽⁵⁾.

2 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد ككل: تُتيح صناديق الاستثمار العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، يمكن توضيحها فيما يلي:

أ. تُعد صناديق الاستثمار وسيلة فعّالة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع خاص عن طريق الاكتتاب العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والمصارف للاكتتاب العام؛

(1) - هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص: 232.

(2) - أشرف محمد دوابة، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 56.

(3) - محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق، ص: 203.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 841.

(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة"، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 110.

- ب. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات، كما تُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية بما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- ج. تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المستثمرين خاصةً صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة؛
- د. تمثل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار، قوّة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، ممّا يساعد هذه الشركات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛
- هـ. تُساهم في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني؛
- و. تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية ممّا يُساعد في تنشيط وكفاءة هذه السوق، كما أنّ حركة البيع والشراء في حد ذاتها تُساهم في تنشيطها؛
- ز. فتحت صناديق الاستثمار المجال لصغار المدخرين لدخول أسواق الأوراق المالية بعد أن كانت تقتصر على كبار المستثمرين، ممّا يُساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية بشكلٍ عام؛
- ح. تساعد صناديق الاستثمار على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يُحجم مالكوها عن استثمارها، بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم، فهذه الصناديق التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها وفي إدارتها المحترفة، ممّا يشجّعهم على استثمار هذه الأموال الجامدة والمعطلة⁽¹⁾.

(1) - أنظر :

- عبد المجيد صلاحين، مرجع سابق، ص: 6-7.
- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 803.
- أشرف دواية، "صناديق الاستثمار الإسلامية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 57.
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص: 111-112.
- عدنان الهندي وآخرون، "المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 49.

المطلب الأول: مزاي ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق طرق وأساليب مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومختصة، وذلك بغرض تنميتها والحفاظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثالثاً : آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- رابعاً : مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.

أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد وردت تعاريف عديدة بينت حقيقة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1- التعريف الأول: صندوق الاستثمار الإسلامي هو: "ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناءً عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب"⁽¹⁾.

2 - التعريف الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكوّن من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمّل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة"⁽²⁾.

3 - التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولّى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما

(1) - محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، 2002، متوفر على الرابط التالي: www.elgari.com/islamicfriends.htm

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، البحرين، 2010.

بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية⁽¹⁾.

4 - التعريف الرابع: تُعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى بجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزّع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمز بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فترت يقع الغرم عليها"⁽²⁾.

ومن جملة هذه التعاريف التي تشترك في ما بينها في الفكرة العامة والمبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصناديق الاستثمارية الإسلامية، يمكن تعريفها بأنها: وعاء استثماري، يتولى بجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة مخترفة ومتخصصة لتوظيفها وإدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها والمستثمرين فيها والاقتصاد ككل.

ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد تضمّنت التعاريف السابقة والمتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية أهم الخصائص المميّزة لها، والتي يمكن توضيحها في ما يلي:

1. تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل⁽³⁾.

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 11.

(2) - أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص: 21.

(3) - حسين حسن شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 11.

2. تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يُوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق⁽¹⁾.

3. تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن الجامع الفقهي وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

4. تُوظف أموال الصندوق وفقاً للضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية، والمضاربة والمشاركة والمراجعة والسلم والإجارة والاستصناع، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة⁽²⁾.

5. تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والاختصاص والاحتراف، وتكون الإدارة إمّا على أساس:

أ. المضاربة : حيث يحدّد المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق؛

ب. أو الوكالة: حيث يحدّد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معيّنة أو بنسبة من المساهمات وتؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو بنسبة من صافي الموجودات⁽³⁾.

6. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، وتتمثل هذه الأطراف عادةً في:

أ. الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، ويُطلق عليهم "المؤسسون" أو "المساهمون"؛

ب. المشتركون في الصندوق: هم الذين يشترون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية؛

ج. إدارة الصندوق: الجهة التي تتولى إدارة عمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛

(1) - عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

(2) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتنفيذ الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، مرجع سابق.

د. جهات تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية التي قد تعهد إليها الجهة

المنشئة للصندوق، إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر⁽¹⁾.

7. يحق لمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب

مع الاستثمار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛

8. إضافةً إلى الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الإسلامي أيضاً

بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق⁽²⁾.

ثالثاً: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في قيام جهة معينة من ذوي الخبرة والاختصاص وبعد الحصول على موافقة الجهات المشرفة، بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في مجالات معينة لغرض الحصول على عوائد مجزية بأقل مخاطر ممكنة، وذلك وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ويمر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف المنشود منها، يمكن تلخيصها في ما يلي⁽³⁾:

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 14.

(2) - المرجع السابق، ص: 12.

(3) - أنظر :

- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 24.
- عز الدين محمد حوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14.
- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 587-588.
- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 814-815.
- يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 104.
- حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

1. قيام جهة معيّنة والراغبة في إنشاء صناديق استثمار إسلامية بالبحث عن نشاط أو مشروع معيّن وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون هذا المجال: الاستثمار في أسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معيّن أو..؛

2. تقوم تلك الجهة المنشئة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، وإعداد نشرة الإصدار أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط الاكتتاب، وضوابط الاسترداد ومواعيدها وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها، بالإضافة إلى تحديد حقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

3. تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة، وخاصةً:

- أ. نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين؛
- ب. المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة؛
- ج. توضيح مختلف الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها الجهة المنشئة وبقية الجهات الأخرى ذات العلاقة؛

4. يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، ويُعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكًا بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة ما يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك باسم مالكيها وليس لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية؛

5. بعدما تتلقّى الجهة المنشئة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، مع ضرورة التركيز على سياسة التنويع من خلال تجميع استثمارات متنوعة: أسهم، صكوك، عقارات... في محفظة الاستثمار، وهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار؛

6. بعد التشغيل الفعلي للصندوق، يقوم المدير بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية، قد يكون ذلك يوميًا أو أسبوعيًا أو في مواعيد محدّدة وفق ما نصّت عليه لائحة الاكتتاب، وذلك لغرض تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بالبيع والشراء؛

7. يتم توزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، ويتمثّل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار، وصافي أصوله بتاريخ التقييم، وغالبًا ما يتم توزيع الأرباح بإحدى الطريقتين:

- أ. يتم توزيع أرباح دورية على المستثمرين مالكي الوثائق الاستثمارية وقت استحقاق الأرباح؛
- ب. يتم إعادة استثمار الأرباح المتحقّقة في وحدات الصندوق، فتكون الأرباح والخسائر المتحقّقة تساوي مقدار التغيير الحاصل في قيمة الوحدة، ويتم الحصول على هذه الأرباح إمّا ببيع الوحدة أو الانتظار حتّى انتهاء عمر الصندوق وتصفيته؛

8. يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية متى أراد ذلك، ويُشترط في حالة الاسترداد الجزئي أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معيّن، وإلاّ فإنّه يُلزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية؛

9. ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحدّدة له، وإذا لم يكن له نهاية محدّدة فإنّه يستمر ويظل باقياً حتّى يقرّر المدير إنهاءه في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

رابعاً: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بأهمية بالغة، نظرًا لما تتمتع به من فوائد كثيرة ومزايا عديدة سواء بالنسبة لمؤسسيها أو للمستثمرين فيها أو بالنسبة للاقتصاد ككل، وذلك كما يلي:

1 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد: تتيح صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد المزايا التالية:

أ- الإدارة المتخصصة: يستفيد الفرد المدّخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرة ومهارة إدارة الصندوق التي تكون عادةً من ذوي الكفاءة والخبرة والاحتراف، خاصّةً فيما يتعلّق بتقليل

مخاطر الاستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وتكاليف إدارة منخفضة، وهي ميزة قد لا يحققها المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه⁽¹⁾، ذلك أنّ الإدارة المحترفة للصندوق يمكنها اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بفاعلية أكبر وأفضل من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، ولذلك فإنّ صناديق الاستثمار تناسب وتلائم المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة اللازمة والمعلومات الضرورية والوقت الكافي لإدارة محفظة استثمارية⁽²⁾.

ب- التنويع وتخفيض المخاطر: من أهم مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على تحقيق مبدأ التنويع الفعّال كمّا ونوعاً للتشكيلة التي يتكوّن منها الصندوق، بطريقة تُسهم في تخفيض المخاطر التي قد يتعرّض لها حملة الوحدات الاستثمارية وذلك بأقل قدر من الأموال المستثمرة، وهو ما لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقه إمّا لنقص الخبرة لديه، أو لعدم كفاية المبالغ المتاحة لديه للاستثمار⁽³⁾.

وينبغي أن لا تكون أصول التشكيلة المنتقاة تتحرّك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات، ممّا يتيح فرصة أكبر لتعويض أي انخفاض وهبوط في مستوى أي من فئات الأصول في الصندوق⁽⁴⁾.
وقد يتّخذ التنويع أشكالاً متعدّدة، منها:

- التنويع بين الأنواع المختلفة للأصول: أسهم، صكوك، عقارات...؛
- التنويع بين العديد من الشركات المصدرة لنفس النوع من الأصول المالية: الأسهم؛
- التنويع بين العديد من القطاعات بدلاً من تركيز الاستثمارات في قطاع معيّن؛
- تنويع الإصدارات من عدّة دول مختلفة.

ج- السيولة والمرونة: توفر صناديق الاستثمار للمستثمرين حملة الوثائق سيولة عالية وتكاليف متدنية، حيث يمكن للمستثمر أن يقوم ببيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة ويُسر، كما يمكنه أيضاً وخاصةً بالنسبة للصناديق المفتوحة استرداد قيمة الوثائق التي يمتلكها متى أراد ذلك بتكلفة قليلة أو حتى دون

(1) - أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 10-11.

(2) - أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 55.

(3) - صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 801.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 840.

تكلفة⁽¹⁾، وهي بذلك تُتيح للمستثمرين حرية الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، وهو ما يناسب ويوائم المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقتٍ لآخر⁽²⁾.

د- حدود المشاركة المتدنية: تُتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين المشاركة في الصندوق بحدود دنيا للاستثمار، طالما كان يمتلك قيمة الحد الأدنى من الوثائق التي تحوله الاشتراك في تلك الصناديق، وهي بذلك تُتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنوع استثماراتهم؛

هـ- تنوع الأهداف الاستثمارية: تتنوع صناديق الاستثمار وتختلف في أهدافها بما يتناسب مع طبيعة كل مستثمر ويساعده على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه، وهي بذلك تلبي هدفًا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، في حين قد تهدف صناديق أخرى إلى تحقيق الدخل وهكذا⁽³⁾.

و- الرقابة والشفافية: تعتبر صناديق الاستثمار من أكبر الخدمات الاستثمارية تنظيمًا وخضوعًا للتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عملها⁽⁴⁾. وبالتالي فإن هذه الجهات الإشرافية والرقابية على الصناديق تطالبها بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها، إذ أنّها تجربها على تقديم تقارير دورية عن أنشطة الصناديق في فترات منتظمة، كما أنّها تقوم بتقييم الوحدات الاستثمارية دوريًا، مما يُساعد المستثمر على معرفة عائد استثماره واتخاذ القرار الاستثماري المناسب⁽⁵⁾.

2 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد ككل: تُتيح صناديق الاستثمار العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، يمكن توضيحها فيما يلي:

أ. تُعد صناديق الاستثمار وسيلة فعّالة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع خاص عن طريق الاكتتاب العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والمصارف للاكتتاب العام؛

(1) - هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص: 232.

(2) - أشرف محمد دواة، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 56.

(3) - محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق، ص: 203.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 841.

(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية- دراسة تطبيقية مقارنة"، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 110.

- ب. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات، كما تُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية بما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- ج. تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المستثمرين خاصةً صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة؛
- د. تمثل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار، قوّة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، ممّا يساعد هذه الشركات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛
- هـ. تُساهم في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني؛
- و. تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية ممّا يُساعد في تنشيط وكفاءة هذه السوق، كما أنّ حركة البيع والشراء في حد ذاتها تُساهم في تنشيطها؛
- ز. فتحت صناديق الاستثمار المجال لصغار المدخرين لدخول أسواق الأوراق المالية بعد أن كانت تقتصر على كبار المستثمرين، ممّا يُساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية بشكلٍ عام؛
- ح. تساعد صناديق الاستثمار على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يُحجم مالكوها عن استثمارها، بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم، فهذه الصناديق التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها وفي إدارتها المحترفة، ممّا يشجّعهم على استثمار هذه الأموال الجامدة والمعطلة⁽¹⁾.

(1) - أنظر :

- عبد المجيد صلاحين، مرجع سابق، ص: 6-7.
- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 803.
- أشرف دواية، "صناديق الاستثمار الإسلامية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 57.
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص: 111-112.
- عدنان الهندي وآخرون، "المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 49.

المطلب الأول: مزاي ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق طرق وأساليب مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومختصة، وذلك بغرض تنميتها والحفاظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثانياً : خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- ثالثاً : آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- رابعاً : مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.

أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد وردت تعاريف عديدة بينت حقيقة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية، ومن أهمها ما يلي:

1- التعريف الأول: صندوق الاستثمار الإسلامي هو: "ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناءً عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب⁽¹⁾."

2 - التعريف الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكوّن من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمّل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة"⁽²⁾.

3 - التعريف الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية هي: "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولّى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما

(1) - محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، 2002، متوفر على الرابط التالي: www.elgari.com/islamicfriends.htm

(2) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، البحرين، 2010.

بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية⁽¹⁾.

4 - التعريف الرابع: تُعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى بجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزّع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمز بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فترت يقع الغرم عليها"⁽²⁾.

ومن جملة هذه التعاريف التي تشترك في ما بينها في الفكرة العامة والمبدأ الأساسي الذي تقوم عليه الصناديق الاستثمارية الإسلامية، يمكن تعريفها بأنها: وعاء استثماري، يتولى بجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة محترفة ومتخصصة لتوظيفها وإدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها والمستثمرين فيها والاقتصاد ككل.

ثانياً: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد تضمنت التعاريف السابقة والمتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية أهم الخصائص المميّزة لها، والتي يمكن توضيحها في ما يلي:

1. تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل⁽³⁾.

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 11.

(2) - أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص: 21.

(3) - حسين حسن شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 11.

2. تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يُوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق⁽¹⁾.

3. تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن الجامع الفقهي وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

4. تُوظف أموال الصندوق وفقاً للضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية، والمضاربة والمشاركة والمراجعة والسلم والإجارة والاستصناع، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة⁽²⁾.

5. تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والاختصاص والاحتراف، وتكون الإدارة إمّا على أساس:

أ. المضاربة : حيث يحدّد المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق؛

ب. أو الوكالة: حيث يحدّد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معيّنة أو بنسبة من المساهمات وتؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو بنسبة من صافي الموجودات⁽³⁾.

6. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، وتتمثل هذه الأطراف عادةً في:

أ. الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، ويُطلق عليهم "المؤسسون" أو "المساهمون"؛

ب. المشتركون في الصندوق: هم الذين يشترون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية؛

ج. إدارة الصندوق: الجهة التي تتولى إدارة عمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛

(1) - عز الدين محمد خوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

(2) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتنفيذ الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 12.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار"، مرجع سابق.

د. جهات تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية التي قد تعهد إليها الجهة

المنشئة للصندوق، إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر⁽¹⁾.

7. يحق لمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب

مع الاستثمار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛

8. إضافةً إلى الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الإسلامي أيضاً

بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق⁽²⁾.

ثالثاً: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في قيام جهة معينة من ذوي الخبرة والاختصاص وبعد الحصول على موافقة الجهات المشرفة، بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها واستثمارها في مجالات معينة لغرض الحصول على عوائد مجزية بأقل مخاطر ممكنة، وذلك وفق أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية. ويمر الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف المنشود منها، يمكن تلخيصها في ما يلي⁽³⁾:

(1) - حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 14.

(2) - المرجع السابق، ص: 12.

(3) - أنظر :

- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 24.
- عز الدين محمد حوجة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 13-14.
- عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 587-588.
- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 814-815.
- يوسف بن عبد الله الشبيلي، "الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي: الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 104.
- حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 16.

1. قيام جهة معيّنة والراغبة في إنشاء صناديق استثمار إسلامية بالبحث عن نشاط أو مشروع معيّن وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون هذا المجال: الاستثمار في أسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معيّن أو..؛

2. تقوم تلك الجهة المنشئة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، وإعداد نشرة الإصدار أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط الاكتتاب، وضوابط الاسترداد ومواعيدها وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها، بالإضافة إلى تحديد حقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

3. تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة، وخاصةً:

- أ. نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين؛
- ب. المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة؛
- ج. توضيح مختلف الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها الجهة المنشئة وبقية الجهات الأخرى ذات العلاقة؛

4. يتم تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، وطرحها لجمهور المستثمرين للاكتتاب فيها، ويُعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة ما يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك باسم مالكيها وليس لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغيرها من التصرفات الشرعية؛

5. بعدما تتلقى الجهة المنشئة للصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، مع ضرورة التركيز على سياسة التنويع من خلال تجميع استثمارات متنوعة: أسهم، صكوك، عقارات... في محفظة الاستثمار، وهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار؛

6. بعد التشغيل الفعلي للصندوق، يقوم المدير بإجراء تقييم دوري للوحدة الاستثمارية، قد يكون ذلك يوميًا أو أسبوعيًا أو في مواعيد محدّدة وفق ما نصّت عليه لائحة الاكتتاب، وذلك لغرض تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بالبيع والشراء؛

7. يتم توزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، ويتمثّل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار، وصافي أصوله بتاريخ التقييم، وغالبًا ما يتم توزيع الأرباح بإحدى الطريقتين:

- أ. يتم توزيع أرباح دورية على المستثمرين مالكي الوثائق الاستثمارية وقت استحقاق الأرباح؛
- ب. يتم إعادة استثمار الأرباح المتحقّقة في وحدات الصندوق، فتكون الأرباح والخسائر المتحقّقة تساوي مقدار التغيير الحاصل في قيمة الوحدة، ويتم الحصول على هذه الأرباح إمّا ببيع الوحدة أو الانتظار حتّى انتهاء عمر الصندوق وتصفيته؛

8. يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية متى أراد ذلك، ويُشترط في حالة الاسترداد الجزئي أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معيّن، وإلاّ فإنّه يُلزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية؛

9. ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحدّدة له، وإذا لم يكن له نهاية محدّدة فإنّه يستمر ويظل باقياً حتّى يقرّر المدير إنهاءه في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

رابعاً: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بأهمية بالغة، نظرًا لما تتمتع به من فوائد كثيرة ومزايا عديدة سواء بالنسبة لمؤسسيها أو للمستثمرين فيها أو بالنسبة للاقتصاد ككل، وذلك كما يلي:

1 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد: تتيح صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد المزايا التالية:

أ- الإدارة المتخصصة: يستفيد الفرد المدّخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرة ومهارة إدارة الصندوق التي تكون عادةً من ذوي الكفاءة والخبرة والاحتراف، خاصّةً فيما يتعلّق بتقليل

مخاطر الاستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وتكاليف إدارة منخفضة، وهي ميزة قد لا يحققها المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه⁽¹⁾، ذلك أن الإدارة المحترفة للصندوق يمكنها اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة بفاعلية أكبر وأفضل من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، ولذلك فإن صناديق الاستثمار تناسب وتلائم المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة اللازمة والمعلومات الضرورية والوقت الكافي لإدارة محفظة استثمارية⁽²⁾.

ب- التنويع وتخفيض المخاطر: من أهم مزايا صناديق الاستثمار قدرتها على تحقيق مبدأ التنويع الفعال كمًّا ونوعًا للتشكيلة التي يتكوّن منها الصندوق، بطريقة تُسهم في تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها حملة الوحدات الاستثمارية وذلك بأقل قدر من الأموال المستثمرة، وهو ما لا يستطيع المستثمر الفرد تحقيقه إِمَّا لنقص الخبرة لديه، أو لعدم كفاية المبالغ المتاحة لديه للاستثمار⁽³⁾.

وينبغي أن لا تكون أصول التشكيلة المنتقاة تتحرّك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات، ممّا يتيح فرصة أكبر لتعويض أي انخفاض وهبوط في مستوى أي من فئات الأصول في الصندوق⁽⁴⁾. وقد يتخذ التنويع أشكالاً متعدّدة، منها:

- التنويع بين الأنواع المختلفة للأصول: أسهم، صكوك، عقارات...؛
- التنويع بين العديد من الشركات المصدرة لنفس النوع من الأصول المالية: الأسهم؛
- التنويع بين العديد من القطاعات بدلاً من تركيز الاستثمارات في قطاع معيّن؛
- تنويع الإصدارات من عدّة دول مختلفة.

ج- السيولة والمرونة: توفر صناديق الاستثمار للمستثمرين حملة الوثائق سيولة عالية وتكاليف متدنية، حيث يمكن للمستثمر أن يقوم ببيع وشراء الوحدات الاستثمارية بسهولة ويُسر، كما يمكنه أيضًا وخاصةً بالنسبة للصناديق المفتوحة استرداد قيمة الوثائق التي يمتلكها متى أراد ذلك بتكلفة قليلة أو حتى دون

(1) - أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص: 10-11.

(2) - أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 55.

(3) - صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 801.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 840.

تكلفة⁽¹⁾، وهي بذلك تُتيح للمستثمرين حرية الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، وهو ما يناسب ويوائم المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقتٍ لآخر⁽²⁾.

د- حدود المشاركة المتدنية: تُتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين المشاركة في الصندوق بحدود دنيا للاستثمار، طالما كان يمتلك قيمة الحد الأدنى من الوثائق التي تحوله الاشتراك في تلك الصناديق، وهي بذلك تُتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنوع استثماراتهم؛

هـ- تنوع الأهداف الاستثمارية: تتنوع صناديق الاستثمار وتختلف في أهدافها بما يتناسب مع طبيعة كل مستثمر ويساعده على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه، وهي بذلك تلبي هدفًا أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس المال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، في حين قد تهدف صناديق أخرى إلى تحقيق الدخل وهكذا⁽³⁾.

و- الرقابة والشفافية: تعتبر صناديق الاستثمار من أكبر الخدمات الاستثمارية تنظيمًا وخضوعًا للتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عملها⁽⁴⁾. وبالتالي فإن هذه الجهات الإشرافية والرقابية على الصناديق تطالبها بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها، إذ أنّها تجربها على تقديم تقارير دورية عن أنشطة الصناديق في فترات منتظمة، كما أنّها تقوم بتقييم الوحدات الاستثمارية دوريًا، مما يُساعد المستثمر على معرفة عائد استثماره واتخاذ القرار الاستثماري المناسب⁽⁵⁾.

2 - مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد ككل: تُتيح صناديق الاستثمار العديد من المزايا للاقتصاد الوطني، يمكن توضيحها فيما يلي:

أ. تُعد صناديق الاستثمار وسيلة فعّالة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع خاص عن طريق الاكتتاب العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والمصارف للاكتتاب العام؛

(1) - هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سابق، ص: 232.

(2) - أشرف محمد دوابة، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 56.

(3) - محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق، ص: 203.

(4) - صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 841.

(5) - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة"، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 110.

- ب. حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مجزية لتوظيف هذه المدخرات، كما تُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية بما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- ج. تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المستثمرين خاصةً صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة؛
- د. تمثل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار، قوّة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، ممّا يساعد هذه الشركات للاتجاه للأسواق المالية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛
- هـ. تُساهم في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وبالتالي تقوم بدور هام في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني؛
- و. تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية ممّا يُساعد في تنشيط وكفاءة هذه السوق، كما أنّ حركة البيع والشراء في حد ذاتها تُساهم في تنشيطها؛
- ز. فتحت صناديق الاستثمار المجال لصغار المدخرين لدخول أسواق الأوراق المالية بعد أن كانت تقتصر على كبار المستثمرين، ممّا يُساهم في تنشيط الحركة الاقتصادية بشكلٍ عام؛
- ح. تساعد صناديق الاستثمار على تحريك الأموال الجامدة والمكتنزة التي يُحجم مالكوها عن استثمارها، بسبب خوفهم وعدم ثقتهم وقلة خبرتهم، فهذه الصناديق التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية تمنحهم الثقة فيها وفي إدارتها المحترفة، ممّا يشجّعهم على استثمار هذه الأموال الجامدة والمعطلة⁽¹⁾.

(1) - أنظر :

- عبد المجيد صلاحين، مرجع سابق، ص: 6-7.
- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص: 803.
- أشرف دواية، "صناديق الاستثمار الإسلامية في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 57.
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفسية، مرجع سابق، ص: 111-112.
- عدنان الهندي وآخرون، "المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 49.

المبحث الثالث:

أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية السعودية

تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أدوات الاستثمار المهمّة في الصناعة المالية الإسلامية، وإحدى أهم الأدوات الاستثمارية التي توفّر فرصاً استثمارية جيّدة وقليلة المخاطر، إذ أنّها توفّر فرصاً للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة أموالهم واستثماراتهم مباشرة، بسبب ضيق الوقت أو نقص الأموال أو قلة الخبرة، كما أنّها تقوم على أسس شرعية وتخضع بشكلٍ تام لإشراف هيئات الرقابة الشرعية التي تضطلع بمهمّة المراقبة الشرعية لعمل تلك الصناديق، ممّا يُضفي عليها المصداقية ويعطيها الضمانة الشرعية.

ونظراً للأهمية الكبيرة والدور الفعّال للصناديق الاستثمارية الإسلامية خاصّةً في تنشيط الأسواق المالية، فقد بادرت معظم الدول إلى سن القوانين المنظّمة للصناديق الاستثمارية الإسلامية ممّا شجّع على توسّعها وانتشارها عالمياً، وفي مقدّمتها المملكة العربية السعودية التي كان لها السبق في إنشاء أول صندوق استثماري سنة 1979 على الصعيد الإقليمي والعربي، وهو صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، رغم عدم وجود قوانين منظّمة لإنشاء الصناديق الاستثمارية آنذاك، إذ تمّ وضع القوانين المنظّمة للصناديق داخل المملكة بعد ذلك التاريخ بـ 14 عاماً، أمّا حالياً فإنّ المملكة العربية السعودية تستحوذ على النصيب الأكبر من الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً، ولتوضيح ذلك سيتم التطرّق للعناصر التالية:

- **المطلب الأوّل : نظرة عامة على السوق المالية السعودية؛**
- **المطلب الثاني : أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة بالسوق السعودية.**

المطلب الأول: نظرة عامة على السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق المالية الخليجية وأكثرها نمواً، تقوم بالعديد من الوظائف والمهام، وتتسم بالعديد من الخصائص والصفات.

- أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية؛
- ثانياً : خصائص السوق المالية السعودية.

أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية

لقد مرّت السوق المالية السعودية في نشأتها وتطورها بالعديد من المراحل حتّى وصلت إلى الصورة التي هي عليها الآن، كما أنّها تتميز بصفات عديدة وتقوم بوظائف كثيرة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1- نشأة وتطور السوق المالية السعودية: لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينيات، عندما تمّ تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثمّ توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة في عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدّى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتمّ طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدّى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية⁽¹⁾.

وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة التّظر في إيجاد سوق منظمّ للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تمّ في سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحليّة، وذلك بتشكيل لجنة وزارية

للإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت لإدارة الرقابة في هذه المؤسسة، مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقاضي جميع عمليات الأسهم.

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يُعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم "تداول"، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية، وتم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/7/31، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.

2- صفات ومميزات السوق المالية السعودية: تتميز السوق المالية السعودية بما يلي:

- أ. تُعد السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولديها إمكانيات كبيرة للنمو والتطور، ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنةً بالأسواق الأخرى، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رصيلة السوق تمثل تقريباً ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة؛
- ب. لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية فقط، والتي يمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعاً رئيسياً؛

ج. يُصرَّح بالاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يُسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالاستثمار مباشرةً في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة⁽¹⁾.

3- أهداف السوق المالية السعودية: تسعى السوق المالية السعودية لتحقيق الأهداف التالية:

- أ. إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميّزة ذات جودة عالية، من خلال:
 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
 - ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
 - العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
 - تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية؛
 - تقديم خدمات متميّزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدرين، مزودي خدمات البيانات وغيرهم...
- ب. تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:
 - توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
 - تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
 - تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
 - العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

ثانيًا: خصائص السوق المالية السعودية

تتميّز السوق المالية السعودية بخصائص عديدة ومميّزات كثيرة، يمكن توضيحها كما يلي:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: إنّ عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية في تطوّر وارتفاع مستمر، حيث بلغت هذه الشركات في سنة 2001 حوالي 67 شركة، ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة

(1) - السوق المالية السعودية، "نبذة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي: www.tadawul.com.sa

بالسوق سنة 2007 إلى 111 شركة، وارتفع هذا العدد في سنة 2010 إلى 146 شركة، وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق حتى نهاية النصف الأول 2013 إلى 160 شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً كما يلي:
جدول رقم(42): عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية في النصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
■ المصارف والخدمات المالية	11	■ شركات الاستثمار المتعدد	07
■ الصناعات البتروكيماوية	14	■ الاستثمار الصناعي	14
■ الاسمنت	13	■ التشييد والبناء	15
■ التجزئة	12	■ التطوير العقاري	08
■ الطاقة والمرافق الخدمية	02	■ النقل	04
■ الزراعة والصناعات الغذائية	16	■ الإعلام والنشر	03
■ الاتصالات وتقنية المعلومات	05	■ الفنادق والسياحة	03
■ التأمين	33		
الإجمالي	160		

❖ المصدر: - السوق المالية السعودية، "قائمة الشركات"، متوفر على الرابط: <http://www.tadawul.com.sa>

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطور قيمة وعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنقذة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية 2012 كما يلي:

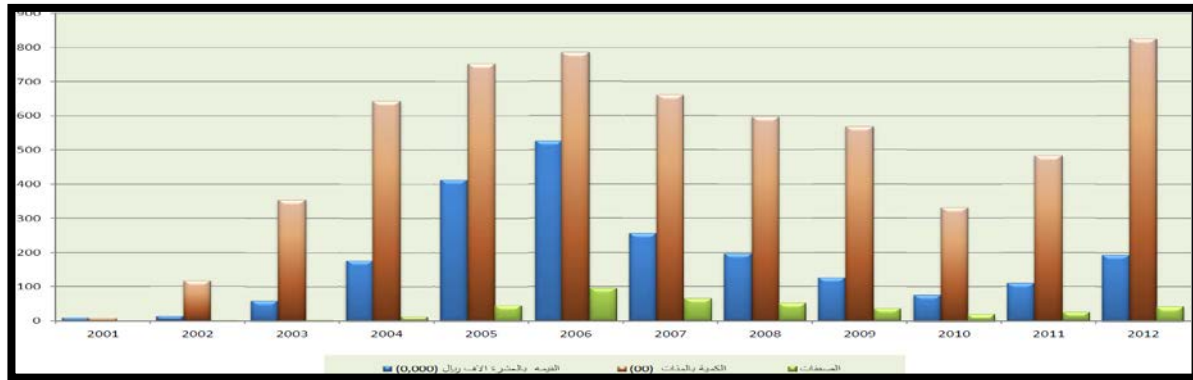
جدول رقم(43): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	نسبة التغير %	عدد الأسهم المتداولة*	نسبة التغير %	عدد الصفقات المنقذة	نسبة التغير %
2001*	83,601,314,148.00	-	691,828,307	-	605,035	-
2002	133,787,078,591.00	%60.03	11,700,377,269	-	1,033,669	%70.84
2003	596,510,039,348.50	%345.87	35,377,127,932	%202.36	3,763,403	%264.08
2004	1,773,859,050,285.50	%197.37	64,310,380,573	%81.79	13,319,523	%253.92
2005	4,138,695,670,040.50	%133.32	75,245,639,251	%17.00	46,607,951	%249.92
2006	5,261,851,347,215.25	%27.14	78,509,656,529	%4.34	96,095,920	%106.18
2007	2,557,712,529,502.75	%51.39-	66,131,561,424	%15.77-	65,665,500	%31.67-
2008	1,962,945,580,483.05	%23.25-	59,650,660,351	%9.80-	52,135,929	%20.60-
2009	1,264,011,291,721.80	%35.61-	56,801,703,483	%4.78-	36,458,326	%30.07-
2010	759,164,484,995.00	%39.94-	33,137,081,204	%41.66-	19,536,143	%46.42-
2011	1,098,836,028,656.75	%44.74	48,263,324,674	%45.65	25,546,933	%30.77
2012	1,929,318,274,741.75	%75.58	82,544,978,786	%71.03	42,105,048	%64.81

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص:20.

من خلال هذا الجدول يتضح أنّ نشاط وحجم التداول كان في تطور مستمر خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006، فقد شهدت سنة 2006 النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلالها 74,433 مليار سهم كانت قيمتها 5,261,85 مليار ريال أو ما يعادل 1,403.2 مليار دولار، وهذا على خلاف الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2010 حيث سجلت انخفاضاً محسوساً وتراجعاً نسبياً، لتعاود النهوض من جديد سنتي 2011 و2012. ولتوضيح تطور نشاط التداول في السوق السعودية بشكل أكبر خلال هذه الفترة، يتم إدراج الشكل التالي:

شكل رقم (42): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 21.

أما في ما يتعلق بنشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013 فيمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (44): نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول 2013

معلومات التداول	الربع الأول 2013 1 st Q - 2013	أبريل April 2013	مايو May 2013	يونيو June 2013	النصف الأول 2013 1 st Half - 2013	النصف الأول 2012 1 st Half - 2012	نسبة التغير % Change
عدد الصفقات المنفذة	9,168,258	3,275,482	2,559,001	2,653,852	17,656,593	25,889,004	-31.80%
عدد الأسهم المتداولة	13,343,406,119	5,011,970,892	4,682,690,099	5,894,608,107	28,932,675,217	56,367,936,074	-48.67%
قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	368,494,674,597.60	144,268,789,316.55	116,258,670,547.30	131,791,875,822.30	760,814,010,283.75	1,246,723,188,811	-38.97%
عدد أيام التداول	64	22	21	21	128	130	-
المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة	143,254	148,886	121,857	126,374	137,942	199,146	-30.73%
المتوسط اليومي للأسهم المتداولة	208,490,721	227,816,859	222,985,243	280,695,624	226,036,525	433,599,508	-47.87%
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (ريال)	5,757,729,291	6,557,672,242	5,536,127,169	6,275,803,611	5,943,859,455	9,590,178,375	-38.02%
القيمة السوقية للأسهم المدرجة (مليار ريال)	1,452.46	1,444.71	1,493.01	1,497.11	1,497.11	1,337.19	11.96%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 14.

لقد تميّز نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 بتراجعاتٍ حادة مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012 متأثرًا في ذلك بالعديد من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية، وفي نفس الوقت تميّز بالانتعاش والتحسّن مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012 خاصةً بعد الارتفاعات القياسية في الأسواق العالمية خصوصًا الأسواق الأمريكية والأوروبية، ولذلك فقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 حوالي 760,81 مليار ريال أي ما يعادل 202,88 مليار دولار، وذلك بانخفاضٍ بلغت نسبته 38,97% مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012، وارتفاع قدره 17,85% مقارنةً

بالنصف الأخير من سنة 2012، وبذلك يكون السوق السعودي قد ساهم بنسبة 80,4% من إجمالي قيمة التداول لدول مجلس التعاون الخليجي خلال النصف الأول 2013.

كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 نحو 28,93 مليار سهم، مقابل 56,37 مليار سهم تم تداولها خلال النصف الأول 2012، وذلك بانخفاض بلغت نسبته 48,67%. أما إجمالي عدد الصفقات المنقذة خلال النصف الأول من سنة 2013 فقد بلغ نحو 17,66 مليون صفقة، وذلك مقابل 25,89 مليون صفقة تم تنفيذها خلال النصف الأول من سنة 2012، أي بانخفاض بلغت نسبته 31,80% وبارتفاع قدره 18.46% مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012.

وقد بلغ عدد أيام التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 قرابة 128 يوماً، مقابل 130 يوماً خلال النصف الأول من سنة 2012.

3 - القيمة السوقية: يمكن توضيح تطوّر القيمة السوقية للأسهم المصدرة من سنة 2001 إلى غاية 2012 من خلال الجدول التالي:

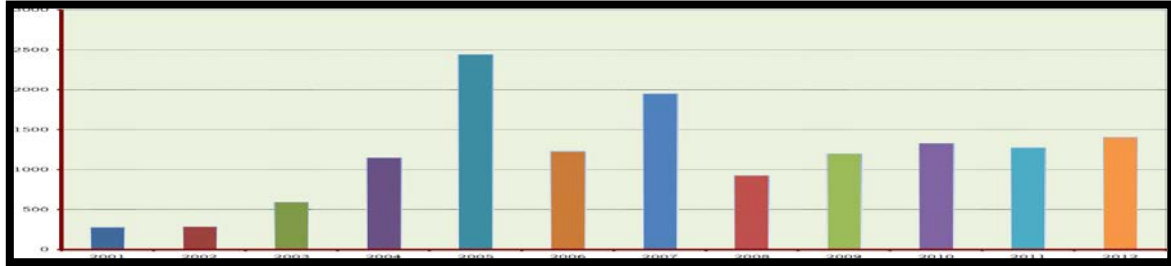
جدول رقم (45): القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)

النعام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %
2001	274.53	-
2002	280.73	2.26%
2003	589.93	110.14%
2004	1.148.60	94.70%
2005	2.438.20	112.28%
2006	1.225.86	-49.72%
2007	1.946.35	58.77%
2008	924.53	-52.50%
2009	1.195.51	29.31%
2010	1.325.39	10.86%
2011	1.270.84	-4.12%
2012	1.400.34	10.19%

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال هذا الجدول يتّضح بأنّ القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 تميّزت بالتذبذب صعوداً وهبوطاً، فبينما كانت في تطوّر مستمر، وتحديدًا من سنة 2001 إلى غاية سنة 2005 التي حقّقت فيها أقصى ارتفاع حيث بلغت 2,438.20 مليار ريال، تبعها انخفاض بنسبة 49.72% في سنة 2006 إذ بلغت القيمة السوقية 1,225.88 مليار ريال، لتعود للارتفاع في سنة 2007 حيث وصلت إلى 1,946.35 مليار ريال بنسبة ارتفاع قُدّرت بـ 58.77%، ثمّ وبفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 انخفضت بشكل كبير وبنسبة 52,50% حيث بلغت القيمة السوقية حينها 924,53 مليار ريال.

أما في نهاية سنة 2012 فقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نحو 1,400.34 مليار ريال، بما يعادل 373.42 مليار دولار، أي بارتفاع بلغت نسبته 10.19% مقارنة مع نهاية سنة 2011، ولتوضيح تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2012 يمكن إدراج الشكل التالي: شكل رقم (43): تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

أما في ما يتعلق بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية النصف الأول من سنة 2013، فقد ارتفعت القيمة السوقية للمملكة العربية السعودية أكبر سوق في منطقة مجلس التعاون الخليجي لتصل إلى حوالي 1,497.11 مليار ريال، أي ما يعادل 399.23 مليار دولار مسجلة ارتفاعاً بلغت نسبته 11,96% مقارنة بالنصف الأول من سنة 2012، وبذلك فإن السوق السعودي يشكّل ما يعادل 50,5% من إجمالي القيمة السوقية لمنطقة مجلس التعاون الخليجي، وقد ساهم في هذا الارتفاع إدراج أسهم شركتين جديدتين في السوق المالية السعودية خلال هذا النصف الأول 2013.

4 - **المؤشرات القطاعية:** توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول في السوق المالية السعودية حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم (46): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية لسنة 2012

القطاعات	الصفقات المنفذة	النسبة إلى الإجمالي	الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة (بإل)	النسبة إلى الإجمالي
المصارف والخدمات المالية	1,960,658	%4.66	9,499,914,343	%11.51	163,040,067,029.10	%8.45
الصناعات البتروكيماوية	4,484,652	%10.65	11,008,809,002	%13.34	311,181,387,179.10	%16.13
الأسمنت	2,176,374	%5.17	2,885,030,697	%3.50	70,160,273,313.20	%3.64
التجزئة	1,392,954	%3.31	1,728,094,685	%2.09	48,702,466,592.75	%2.52
الطاقة والمرافق الخدمية	220,664	%0.52	1,236,382,445	%1.50	18,210,370,059.80	%0.94
الزراعة والصناعات الغذائية	3,047,913	%7.24	3,676,724,830	%4.45	122,738,493,028.70	%6.36
الاتصالات وتقنية المعلومات	3,825,763	%9.09	9,766,278,092	%11.83	194,686,018,086.05	%10.09
الناس	13,036,692	%30.96	11,594,916,035	%14.05	451,043,616,185.60	%23.38
شركات الاستثمار المتعدد	2,164,189	%5.14	4,298,736,867	%5.21	86,825,679,870.75	%4.50
الاستثمار الصناعي	2,028,222	%4.82	2,158,811,401	%2.62	82,986,920,151.45	%4.30
التشييد والبناء	2,323,580	%5.52	4,027,152,015	%4.88	90,315,807,831.05	%4.68
التطوير العقاري	3,545,982	%8.42	17,566,177,459	%21.28	211,562,393,512.35	%10.97
النقل	924,123	%2.19	2,344,734,691	%2.84	45,582,616,666.25	%2.36
الإعلام والنشر	371,967	%0.88	303,581,896	%0.37	13,439,342,439.95	%0.70
الفنادق والسياحة	601,315	%1.43	449,632,328	%0.54	18,842,822,795.65	%0.98
الإجمالي	42,105,048	%100.00	82,544,978,786	%100.00	1,929,318,274,741.75	%100.00

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع التطوير العقاري قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث احتلّ المركز الأول من حيث كمية التداول واستأثر بحوالي 21.28% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 17.57 مليار سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 211.56 مليار ريال أي بنسبة 10.97% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2012، موزعة على 03,54 مليون صفقة أي بنسبة 08,43% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، ثمّ حلّ ثانيًا قطاع التأمين حيث استأثر هذا القطاع بنحو 14,05% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 11.59 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 451.04 مليار ريال، وبنسبة تصل إلى حوالي 23.38% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق موزعة على نحو 13.04 مليون صفقة تمثّل 30.96% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، في حين احتل قطاع الصناعات البتروكيماوية المركز الثالث بنسبة 13,34% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 11,01 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 311,18 مليار ريال وبنسبة 16,13% من الإجمالي موزعة على نحو 03,83 مليون صفقة، أي بنسبة 09,09% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة في السوق سنة 2012.

جدول رقم(47): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013

القطاعات	الصفقات المنفّذة Transactions	النسبة إلى الإجمالي % To Market	الأسهم المتداولة Shares Traded	النسبة إلى الإجمالي % To Market	قيمة الأسهم المتداولة Value Traded (SR)	النسبة إلى الإجمالي % To Market
المصارف والخدمات المالية	716,009	4.06%	3,103,258,407.00	10.73%	62,088,916,398.75	8.16%
الصناعات البتروكيماوية	1,270,625	7.20%	2,573,799,039.00	8.90%	91,667,293,292.25	12.05%
الأسمنت	1,785,431	10.11%	2,259,417,715.00	7.81%	55,385,524,282.24	7.28%
التجزئة	1,948,213	11.03%	1,391,230,428.00	4.81%	70,356,244,814.50	9.25%
الطاقة والمرافق الخدمية	64,409	0.36%	309,315,218.00	1.07%	4,336,236,750.55	0.57%
الزراعة والصناعات الغذائية	1,409,739	7.98%	1,645,247,621.00	5.69%	54,626,726,143.15	7.18%
الاتصالات وتقنية المعلومات	927,428	5.25%	3,634,968,311.00	12.56%	50,385,127,623.95	6.62%
التأمين	5,056,946	28.64%	3,716,869,801.00	12.85%	166,796,010,350.70	21.92%
شركات الاستثمار المتعدد	495,393	2.81%	888,783,110.00	3.07%	17,794,225,442.80	2.34%
الاستثمار الصناعي	1,071,051	6.07%	1,046,292,949.00	3.62%	43,839,262,270.85	5.76%
التشييد والبناء	712,598	4.04%	1,070,542,973.00	3.70%	25,734,927,827.35	3.38%
التطوير العقاري	1,266,355	7.17%	6,322,313,069.00	21.85%	76,942,768,344.90	10.11%
النقل	317,580	1.80%	549,547,621.00	1.90%	15,212,074,086.50	2.00%
الاعلام والنشر	206,478	1.17%	121,721,790.00	0.42%	7,302,541,945.60	0.96%
الفنادق والسياحة	408,338	2.31%	299,367,165.00	1.03%	18,346,130,709.65	2.41%
الإجمالي	17,656,593	100.00%	28,932,675,217.00	100.00%	760,814,010,283.74	100.00%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص:12.

من خلال الجدول أعلاه، يتّضح أنّ قطاع التأمين كان أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفّذة في النصف الأول من سنة 2013، حيث بلغت نحو 05,05 مليون صفقة تمثّل 28,64% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة، وحلّ ثانيًا قطاع التجزئة بنحو 1,95 مليون صفقة بنسبة 11,03%، وجاء قطاع

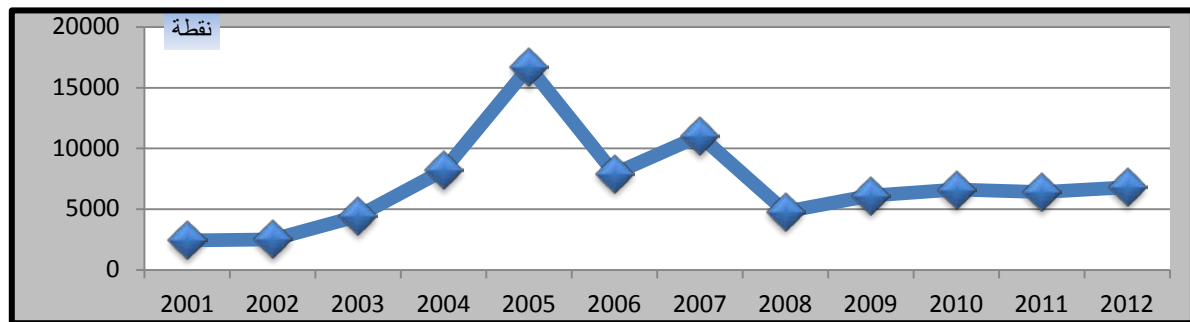
الإسمنت في المرتبة الثالثة بنحو 1,79 مليون صفقة بنسبة 10,11 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال النصف الأول 2013.

أمّا من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013، فقد كان قطاع التأمين أيضاً أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 166,79 مليار ريال تمثل 21,92 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة، وحلّ ثانياً قطاع الصناعات البتروكيمياوية الذي يُعتبر من أكبر القطاعات المؤثرة في السوق السعودي بنحو 91,67 مليار ريال وبنسبة 12,05 %، وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 76,94 مليار ريال أي بنسبة 10,11 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلّق بعدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013، فقد كان قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 06,32 مليار سهم تمثل 21,85 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال هذا النصف، يليه قطاع التأمين بنحو 03,71 مليار سهم بنسبة 12,85 %، وحلّ ثالثاً قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بنحو 03,63 مليار سهم تمثل 12,56 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013.

ومن المتوقع أن تكون سنة 2013 أفضل من سنتي 2011 و2012، إذ من الممكن زيادة السيولة خلال هذه السنة نظراً لفتح الباب للمستثمرين الأجانب للاستثمار في السوق مباشرة، إضافةً إلى وجود توقّعات بإمكانية هدوء المشهد السياسي العالمي في 2013، ومن ثمّ استقرار أسعار النفط.

5- تطوّر المؤشر العام للسوق المالية السعودية: يوضّح الشكل التالي تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 كما يلي:

شكل رقم (44): تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2001 - 2012)



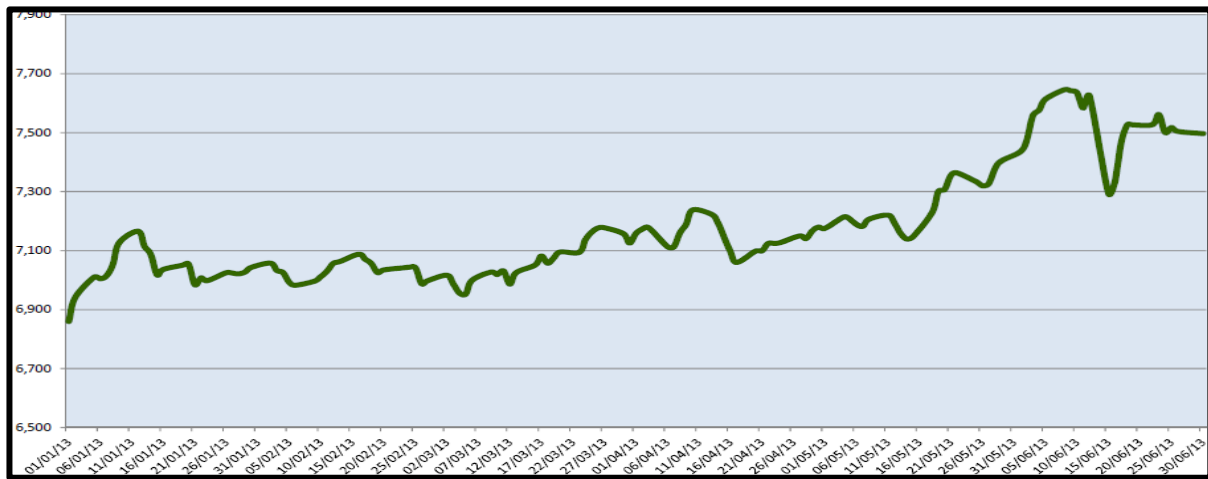
❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال الشكل أعلاه يتّضح أنّ مؤشر السوق المالية السعودية كان في تطوّر وارتفاع مستمر، ابتداءً من سنة 2001 إلى غاية 2005 حيث قفز في هذه السنة إلى أعلى مستوياته عند 16712 نقطة،

مرتفعاً بذلك بنسبة 103.66% مقارنةً بسنة 2004، ليتراجع بعد ذلك ويسجل انخفاض حاد سنة 2008 عند مستوى 4802 نقطة متراجعاً بنسبة 56.49% مقارنةً بـ 2007 متأثراً في ذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية، تبعه بعد ذلك ارتفاع نسبي عند مستوى 6121 نقطة سنة 2009 و 6620 نقطة سنة 2010.

أما في سنة 2012، فقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى 6,801.22 نقطة مقارنة مع 6,417.73 نقطة كما في نهاية سنة 2011 مرتفعاً بـ 383.49 نقطة أي بنسبة 5.98%، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 3 أبريل حيث أغلق عند مستوى 7,930.58 نقطة.

شكل رقم (45): المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال النصف الأول من سنة 2013



❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

لقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية في نهاية النصف الأول 2013 عند مستوى 7,496.57 نقطة، مرتفعاً بـ 786.66 نقطة أي 11.72% مقارنةً بإغلاق نفس الفترة من سنة 2012، وفي المقابل فإن أداء المؤشر من بداية العام حتى نهاية جوان 2013 قد حقق عائداً إيجابياً ومكاسب قدرها 10.22% ما يعادل 695.35 نقطة، يدعمه في ذلك تحسن أداء الأسواق الأمريكية والأوروبية وتدفق الأخبار المحلية مثل مراجعة تقييم السوق من طرف مؤسسة فيتش للتقييم، وهو بذلك يعتبر المؤشر الثاني من حيث الأداء في دول مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الأول: نظرة عامة على السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق المالية الخليجية وأكثرها نمواً، تقوم بالعديد من الوظائف والمهام، وتتسم بالعديد من الخصائص والصفات.

- أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية؛
- ثانياً : خصائص السوق المالية السعودية.

أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية

لقد مرّت السوق المالية السعودية في نشأتها وتطورها بالعديد من المراحل حتّى وصلت إلى الصورة التي هي عليها الآن، كما أنّها تتميز بصفات عديدة وتقوم بوظائف كثيرة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1- نشأة وتطور السوق المالية السعودية: لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينيات، عندما تمّ تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثمّ توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة في عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدّى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتمّ طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدّى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية⁽¹⁾.

وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة التّظر في إيجاد سوق منظمّ للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تمّ في سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحليّة، وذلك بتشكيل لجنة وزارية

للإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت لإدارة الرقابة في هذه المؤسسة، مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقاضي جميع عمليات الأسهم.

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يُعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم "تداول"، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية، وتم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/7/31، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.

2- صفات ومميزات السوق المالية السعودية: تتميز السوق المالية السعودية بما يلي:

- أ. تُعد السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولديها إمكانيات كبيرة للنمو والتطور، ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنةً بالأسواق الأخرى، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل ربحية السوق تمثل تقريباً ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة؛
- ب. لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية فقط، والتي يمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعاً رئيسياً؛

ج. يُصرَّح بالاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يُسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالاستثمار مباشرةً في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة⁽¹⁾.

3- أهداف السوق المالية السعودية: تسعى السوق المالية السعودية لتحقيق الأهداف التالية:

- أ. إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميّزة ذات جودة عالية، من خلال:
 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
 - ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
 - العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
 - تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية؛
 - تقديم خدمات متميّزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدرين، مزودي خدمات البيانات وغيرهم...
- ب. تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:
 - توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
 - تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
 - تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
 - العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

ثانيًا: خصائص السوق المالية السعودية

تتميّز السوق المالية السعودية بخصائص عديدة ومميّزات كثيرة، يمكن توضيحها كما يلي:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: إنّ عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية في تطوّر وارتفاع مستمر، حيث بلغت هذه الشركات في سنة 2001 حوالي 67 شركة، ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة

(1) - السوق المالية السعودية، "نبذة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي: www.tadawul.com.sa

بالسوق سنة 2007 إلى 111 شركة، وارتفع هذا العدد في سنة 2010 إلى 146 شركة، وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق حتى نهاية النصف الأول 2013 إلى 160 شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً كما يلي:
جدول رقم(42): عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية في النصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
■ المصارف والخدمات المالية	11	■ شركات الاستثمار المتعدد	07
■ الصناعات البتروكيماوية	14	■ الاستثمار الصناعي	14
■ الاسمنت	13	■ التشييد والبناء	15
■ التجزئة	12	■ التطوير العقاري	08
■ الطاقة والمرافق الخدمية	02	■ النقل	04
■ الزراعة والصناعات الغذائية	16	■ الإعلام والنشر	03
■ الاتصالات وتقنية المعلومات	05	■ الفنادق والسياحة	03
■ التأمين	33		
الإجمالي	160		

❖ المصدر: - السوق المالية السعودية، "قائمة الشركات"، متوفر على الرابط: <http://www.tadawul.com.sa>

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطور قيمة وعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنقذة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية 2012 كما يلي:

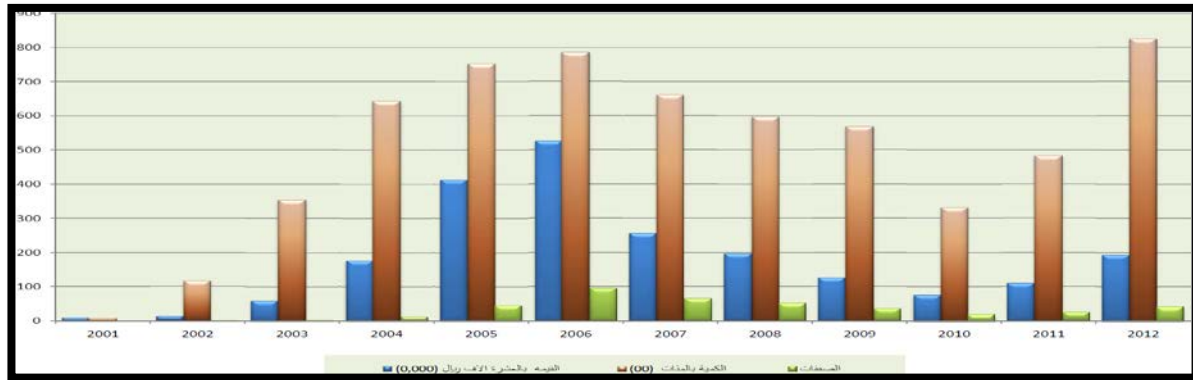
جدول رقم(43): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	نسبة التغير %	عدد الأسهم المتداولة*	نسبة التغير %	عدد الصفقات المنقذة	نسبة التغير %
2001*	83,601,314,148.00	-	691,828,307	-	605,035	-
2002	133,787,078,591.00	%60.03	11,700,377,269	-	1,033,669	%70.84
2003	596,510,039,348.50	%345.87	35,377,127,932	%202.36	3,763,403	%264.08
2004	1,773,859,050,285.50	%197.37	64,310,380,573	%81.79	13,319,523	%253.92
2005	4,138,695,670,040.50	%133.32	75,245,639,251	%17.00	46,607,951	%249.92
2006	5,261,851,347,215.25	%27.14	78,509,656,529	%4.34	96,095,920	%106.18
2007	2,557,712,529,502.75	%51.39-	66,131,561,424	%15.77-	65,665,500	%31.67-
2008	1,962,945,580,483.05	%23.25-	59,650,660,351	%9.80-	52,135,929	%20.60-
2009	1,264,011,291,721.80	%35.61-	56,801,703,483	%4.78-	36,458,326	%30.07-
2010	759,164,484,995.00	%39.94-	33,137,081,204	%41.66-	19,536,143	%46.42-
2011	1,098,836,028,656.75	%44.74	48,263,324,674	%45.65	25,546,933	%30.77
2012	1,929,318,274,741.75	%75.58	82,544,978,786	%71.03	42,105,048	%64.81

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص:20.

من خلال هذا الجدول يتضح أنّ نشاط وحجم التداول كان في تطور مستمر خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006، فقد شهدت سنة 2006 النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلالها 74,433 مليار سهم كانت قيمتها 5,261,85 مليار ريال أو ما يعادل 1,403.2 مليار دولار، وهذا على خلاف الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2010 حيث سجلت انخفاضاً محسوساً وتراجعاً نسبياً، لتعاود النهوض من جديد سنتي 2011 و2012. ولتوضيح تطور نشاط التداول في السوق السعودية بشكل أكبر خلال هذه الفترة، يتم إدراج الشكل التالي:

شكل رقم (42): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 21.

أما في ما يتعلق بنشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013 فيمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (44): نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول 2013

معلومات التداول	الربع الأول 2013 1 st Q - 2013	أبريل April 2013	مايو May 2013	يونيو June 2013	النصف الأول 2013 1 st Half - 2013	النصف الأول 2012 1 st Half - 2012	نسبة التغير % Change
عدد الصفقات المنفذة	9,168,258	3,275,482	2,559,001	2,653,852	17,656,593	25,889,004	-31.80%
عدد الأسهم المتداولة	13,343,406,119	5,011,970,892	4,682,690,099	5,894,608,107	28,932,675,217	56,367,936,074	-48.67%
قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	368,494,674,597.60	144,268,789,316.55	116,258,670,547.30	131,791,875,822.30	760,814,010,283.75	1,246,723,188,811	-38.97%
عدد أيام التداول	64	22	21	21	128	130	-
المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة	143,254	148,886	121,857	126,374	137,942	199,146	-30.73%
المتوسط اليومي للأسهم المتداولة	208,490,721	227,816,859	222,985,243	280,695,624	226,036,525	433,599,508	-47.87%
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (ريال)	5,757,729,291	6,557,672,242	5,536,127,169	6,275,803,611	5,943,859,455	9,590,178,375	-38.02%
القيمة السوقية للأسهم المدرجة (مليار ريال)	1,452.46	1,444.71	1,493.01	1,497.11	1,497.11	1,337.19	11.96%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 14.

لقد تميّز نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 بتراجعاتٍ حادة مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012 متأثرًا في ذلك بالعديد من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية، وفي نفس الوقت تميّز بالانتعاش والتحسّن مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012 خاصةً بعد الارتفاعات القياسية في الأسواق العالمية خصوصًا الأسواق الأمريكية والأوروبية، ولذلك فقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 حوالي 760,81 مليار ريال أي ما يعادل 202,88 مليار دولار، وذلك بانخفاضٍ بلغت نسبته 38,97% مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012، وارتفاع قدره 17,85% مقارنةً

بالنصف الأخير من سنة 2012، وبذلك يكون السوق السعودي قد ساهم بنسبة 80,4% من إجمالي قيمة التداول لدول مجلس التعاون الخليجي خلال النصف الأول 2013.

كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 نحو 28,93 مليار سهم، مقابل 56,37 مليار سهم تم تداولها خلال النصف الأول 2012، وذلك بانخفاض بلغت نسبته 48,67%. أما إجمالي عدد الصفقات المنقذة خلال النصف الأول من سنة 2013 فقد بلغ نحو 17,66 مليون صفقة، وذلك مقابل 25,89 مليون صفقة تم تنفيذها خلال النصف الأول من سنة 2012، أي بانخفاض بلغت نسبته 31,80% وبارتفاع قدره 18.46% مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012.

وقد بلغ عدد أيام التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 قرابة 128 يوماً، مقابل 130 يوماً خلال النصف الأول من سنة 2012.

3 - القيمة السوقية: يمكن توضيح تطوّر القيمة السوقية للأسهم المصدرة من سنة 2001 إلى غاية 2012 من خلال الجدول التالي:

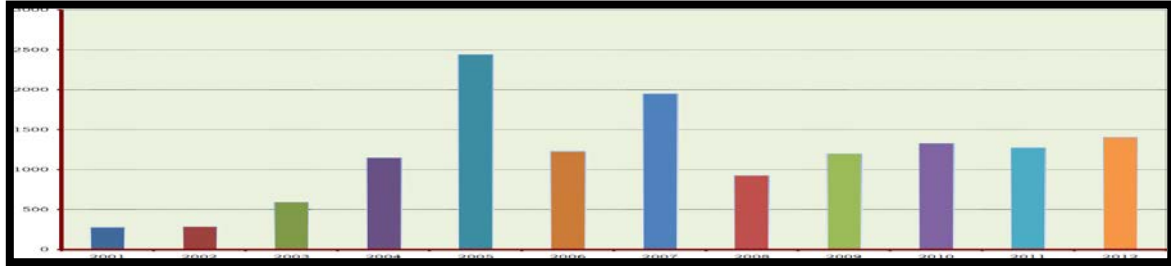
جدول رقم (45): القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)

النعام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %
2001	274.53	-
2002	280.73	2.26%
2003	589.93	110.14%
2004	1.148.60	94.70%
2005	2.438.20	112.28%
2006	1.225.86	-49.72%
2007	1.946.35	58.77%
2008	924.53	-52.50%
2009	1.195.51	29.31%
2010	1.325.39	10.86%
2011	1.270.84	-4.12%
2012	1.400.34	10.19%

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال هذا الجدول يتّضح بأنّ القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 تميّزت بالتذبذب صعوداً وهبوطاً، فبينما كانت في تطوّر مستمر، وتحديدًا من سنة 2001 إلى غاية سنة 2005 التي حقّقت فيها أقصى ارتفاع حيث بلغت 2,438.20 مليار ريال، تبعها انخفاض بنسبة 49.72% في سنة 2006 إذ بلغت القيمة السوقية 1,225.88 مليار ريال، لتعود للارتفاع في سنة 2007 حيث وصلت إلى 1,946.35 مليار ريال بنسبة ارتفاع قُدّرت بـ 58.77%، ثمّ وبفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 انخفضت بشكل كبير بنسبة 52,50% حيث بلغت القيمة السوقية حينها 924,53 مليار ريال.

أما في نهاية سنة 2012 فقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نحو 1,400.34 مليار ريال، بما يعادل 373.42 مليار دولار، أي بارتفاع بلغت نسبته 10.19% مقارنة مع نهاية سنة 2011، ولتوضيح تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2012 يمكن إدراج الشكل التالي: شكل رقم (43): تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

أما في ما يتعلق بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية النصف الأول من سنة 2013، فقد ارتفعت القيمة السوقية للمملكة العربية السعودية أكبر سوق في منطقة مجلس التعاون الخليجي لتصل إلى حوالي 1,497.11 مليار ريال، أي ما يعادل 399.23 مليار دولار مسجلة ارتفاعاً بلغت نسبته 11,96% مقارنة بالنصف الأول من سنة 2012، وبذلك فإن السوق السعودي يشكّل ما يعادل 50,5% من إجمالي القيمة السوقية لمنطقة مجلس التعاون الخليجي، وقد ساهم في هذا الارتفاع إدراج أسهم شركتين جديدتين في السوق المالية السعودية خلال هذا النصف الأول 2013.

4 - **المؤشرات القطاعية:** توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول في السوق المالية السعودية حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم (46): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية لسنة 2012

القطاعات	الصفقات المنفذة	النسبة إلى الإجمالي	الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة (بإل)	النسبة إلى الإجمالي
المصارف والخدمات المالية	1,960,658	%4.66	9,499,914,343	%11.51	163,040,067,029.10	%8.45
الصناعات البتروكيماوية	4,484,652	%10.65	11,008,809,002	%13.34	311,181,387,179.10	%16.13
الأسمنت	2,176,374	%5.17	2,885,030,697	%3.50	70,160,273,313.20	%3.64
التجزئة	1,392,954	%3.31	1,728,094,685	%2.09	48,702,466,592.75	%2.52
الطاقة والمرافق الخدمية	220,664	%0.52	1,236,382,445	%1.50	18,210,370,059.80	%0.94
الزراعة والصناعات الغذائية	3,047,913	%7.24	3,676,724,830	%4.45	122,738,493,028.70	%6.36
الإنصافات وتقنية المعلومات	3,825,763	%9.09	9,766,278,092	%11.83	194,686,018,086.05	%10.09
الناس	13,036,692	%30.96	11,594,916,035	%14.05	451,043,616,185.60	%23.38
شركات الاستثمار المتعدد	2,164,189	%5.14	4,298,736,867	%5.21	86,825,679,870.75	%4.50
الاستثمار الصناعي	2,028,222	%4.82	2,158,811,401	%2.62	82,986,920,151.45	%4.30
التشييد والبناء	2,323,580	%5.52	4,027,152,015	%4.88	90,315,807,831.05	%4.68
التطوير العقاري	3,545,982	%8.42	17,566,177,459	%21.28	211,562,393,512.35	%10.97
النقل	924,123	%2.19	2,344,734,691	%2.84	45,582,616,666.25	%2.36
الإعلام والنشر	371,967	%0.88	303,581,896	%0.37	13,439,342,439.95	%0.70
الفنادق والسياحة	601,315	%1.43	449,632,328	%0.54	18,842,822,795.65	%0.98
الإجمالي	42,105,048	%100.00	82,544,978,786	%100.00	1,929,318,274,741.75	%100.00

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع التطوير العقاري قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث احتلّ المركز الأول من حيث كمية التداول واستأثر بحوالي 21.28% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 17.57 مليار سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 211.56 مليار ريال أي بنسبة 10.97% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2012، موزعة على 03,54 مليون صفقة أي بنسبة 08,43% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، ثمّ حلّ ثانيًا قطاع التأمين حيث استأثر هذا القطاع بنحو 14,05% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 11.59 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 451.04 مليار ريال، وبنسبة تصل إلى حوالي 23.38% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق موزعة على نحو 13.04 مليون صفقة تمثّل 30.96% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، في حين احتل قطاع الصناعات البتروكيماوية المركز الثالث بنسبة 13,34% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 11,01 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 311,18 مليار ريال وبنسبة 16,13% من الإجمالي موزعة على نحو 03,83 مليون صفقة، أي بنسبة 09,09% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة في السوق سنة 2012.

جدول رقم(47): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013

القطاعات	الصفقات المنفّذة Transactions	النسبة إلى الإجمالي % To Market	الأسهم المتداولة Shares Traded	النسبة إلى الإجمالي % To Market	قيمة الأسهم المتداولة Value Traded (SR)	النسبة إلى الإجمالي % To Market
المصارف والخدمات المالية	716,009	4.06%	3,103,258,407.00	10.73%	62,088,916,398.75	8.16%
الصناعات البتروكيماوية	1,270,625	7.20%	2,573,799,039.00	8.90%	91,667,293,292.25	12.05%
الأسمنت	1,785,431	10.11%	2,259,417,715.00	7.81%	55,385,524,282.24	7.28%
التجزئة	1,948,213	11.03%	1,391,230,428.00	4.81%	70,356,244,814.50	9.25%
الطاقة والمرافق الخدمية	64,409	0.36%	309,315,218.00	1.07%	4,336,236,750.55	0.57%
الزراعة والصناعات الغذائية	1,409,739	7.98%	1,645,247,621.00	5.69%	54,626,726,143.15	7.18%
الاتصالات وتقنية المعلومات	927,428	5.25%	3,634,968,311.00	12.56%	50,385,127,623.95	6.62%
التأمين	5,056,946	28.64%	3,716,869,801.00	12.85%	166,796,010,350.70	21.92%
شركات الاستثمار المتعدد	495,393	2.81%	888,783,110.00	3.07%	17,794,225,442.80	2.34%
الاستثمار الصناعي	1,071,051	6.07%	1,046,292,949.00	3.62%	43,839,262,270.85	5.76%
التشييد والبناء	712,598	4.04%	1,070,542,973.00	3.70%	25,734,927,827.35	3.38%
التطوير العقاري	1,266,355	7.17%	6,322,313,069.00	21.85%	76,942,768,344.90	10.11%
النقل	317,580	1.80%	549,547,621.00	1.90%	15,212,074,086.50	2.00%
الاعلام والنشر	206,478	1.17%	121,721,790.00	0.42%	7,302,541,945.60	0.96%
الفنادق والسياحة	408,338	2.31%	299,367,165.00	1.03%	18,346,130,709.65	2.41%
الإجمالي	17,656,593	100.00%	28,932,675,217.00	100.00%	760,814,010,283.74	100.00%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص:12.

من خلال الجدول أعلاه، يتّضح أنّ قطاع التأمين كان أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفّذة في النصف الأول من سنة 2013، حيث بلغت نحو 05,05 مليون صفقة تمثّل 28,64% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة، وحلّ ثانيًا قطاع التجزئة بنحو 1,95 مليون صفقة بنسبة 11,03%، وجاء قطاع

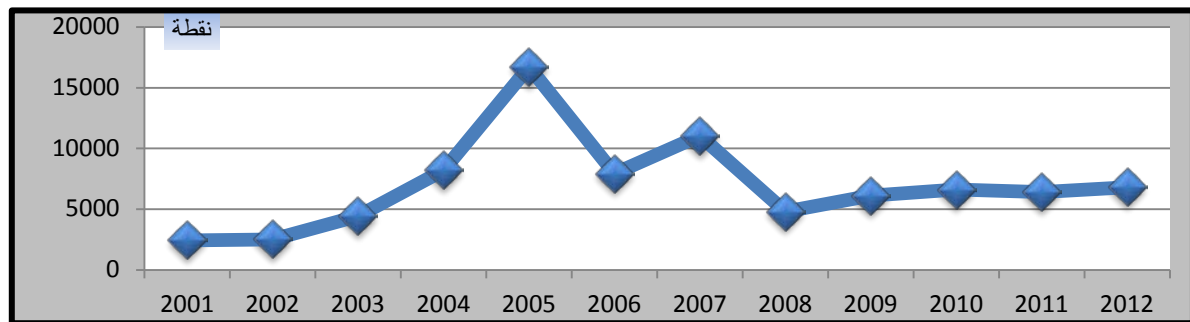
الإسمنت في المرتبة الثالثة بنحو 1,79 مليون صفقة بنسبة 10,11 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال النصف الأول 2013.

أمّا من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013، فقد كان قطاع التأمين أيضاً أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 166,79 مليار ريال تمثل 21,92 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة، وحلّ ثانياً قطاع الصناعات البتروكيماوية الذي يُعتبر من أكبر القطاعات المؤثرة في السوق السعودي بنحو 91,67 مليار ريال وبنسبة 12,05 %، وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 76,94 مليار ريال أي بنسبة 10,11 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلّق بعدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013، فقد كان قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 06,32 مليار سهم تمثل 21,85 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال هذا النصف، يليه قطاع التأمين بنحو 03,71 مليار سهم بنسبة 12,85 %، وحلّ ثالثاً قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بنحو 03,63 مليار سهم تمثل 12,56 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول 2013.

ومن المتوقع أن تكون سنة 2013 أفضل من سنتي 2011 و2012، إذ من الممكن زيادة السيولة خلال هذه السنة نظراً لفتح الباب للمستثمرين الأجانب للاستثمار في السوق مباشرة، إضافةً إلى وجود توقّعات بإمكانية هدوء المشهد السياسي العالمي في 2013، ومن ثمّ استقرار أسعار النفط.

5- تطوّر المؤشر العام للسوق المالية السعودية: يوضّح الشكل التالي تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 كما يلي:

شكل رقم (44): تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2001 - 2012)



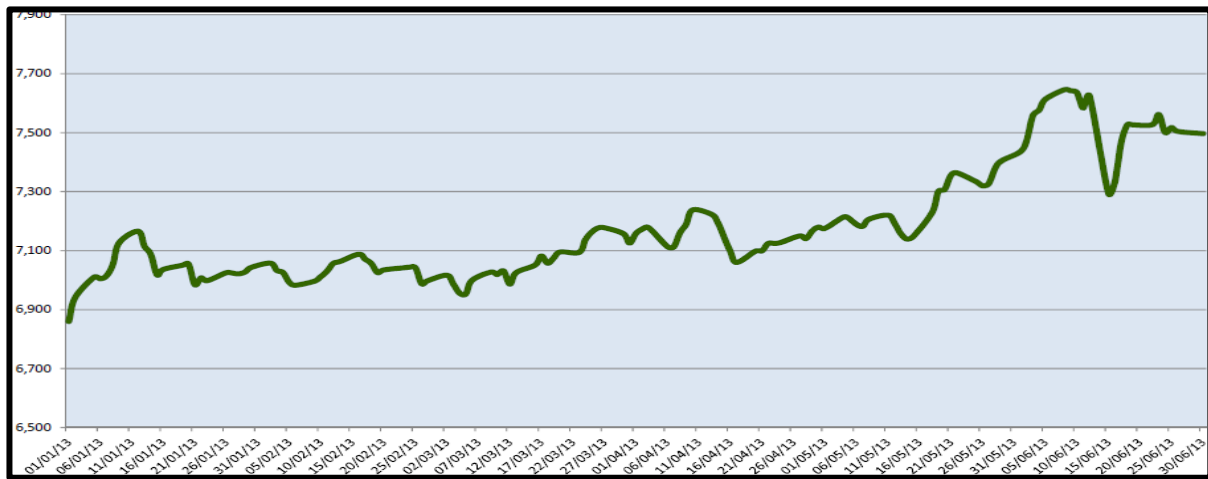
❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال الشكل أعلاه يتّضح أنّ مؤشر السوق المالية السعودية كان في تطوّر وارتفاع مستمر، ابتداءً من سنة 2001 إلى غاية 2005 حيث قفز في هذه السنة إلى أعلى مستوياته عند 16712 نقطة،

مرتفعاً بذلك بنسبة 103.66% مقارنةً بسنة 2004، ليتراجع بعد ذلك ويسجل انخفاض حاد سنة 2008 عند مستوى 4802 نقطة متراجعاً بنسبة 56.49% مقارنةً بـ 2007 متأثراً في ذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية، تبعه بعد ذلك ارتفاع نسبي عند مستوى 6121 نقطة سنة 2009 و6620 نقطة سنة 2010.

أما في سنة 2012، فقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى 6,801.22 نقطة مقارنة مع 6,417.73 نقطة كما في نهاية سنة 2011 مرتفعاً بـ 383.49 نقطة أي بنسبة 5.98%، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 3 أبريل حيث أغلق عند مستوى 7,930.58 نقطة.

شكل رقم (45): المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال النصف الأول من سنة 2013



❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

لقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية في نهاية النصف الأول 2013 عند مستوى 7,496.57 نقطة، مرتفعاً بـ 786.66 نقطة أي 11.72% مقارنةً بإغلاق نفس الفترة من سنة 2012، وفي المقابل فإن أداء المؤشر من بداية العام حتى نهاية جوان 2013 قد حقق عائداً إيجابياً ومكاسب قدرها 10.22% ما يعادل 695.35 نقطة، يدعمه في ذلك تحسن أداء الأسواق الأمريكية والأوروبية وتدفق الأخبار المحلية مثل مراجعة تقييم السوق من طرف مؤسسة فيتش للتقييم، وهو بذلك يعتبر المؤشر الثاني من حيث الأداء في دول مجلس التعاون الخليجي.

المطلب الأول: نظرة عامة على السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق المالية الخليجية وأكثرها نمواً، تقوم بالعديد من الوظائف والمهام، وتتسم بالعديد من الخصائص والصفات.

- أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية؛
- ثانياً : خصائص السوق المالية السعودية.

أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية

لقد مرّت السوق المالية السعودية في نشأتها وتطورها بالعديد من المراحل حتّى وصلت إلى الصورة التي هي عليها الآن، كما أنّها تتميز بصفات عديدة وتقوم بوظائف كثيرة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1- نشأة وتطور السوق المالية السعودية: لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينيات، عندما تمّ تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثمّ توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة في عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدّى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتمّ طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدّى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية⁽¹⁾.

وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة التّظر في إيجاد سوق منظمّ للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تمّ في سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحليّة، وذلك بتشكيل لجنة وزارية

للإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت لإدارة الرقابة في هذه المؤسسة، مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقاضي جميع عمليات الأسهم.

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يُعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم "تداول"، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية، وتم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/7/31، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.

2- صفات ومميزات السوق المالية السعودية: تتميز السوق المالية السعودية بما يلي:

- أ. تُعد السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولديها إمكانيات كبيرة للنمو والتطور، ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنةً بالأسواق الأخرى، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل ربحية السوق تمثل تقريباً ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة؛
- ب. لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية فقط، والتي يمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعاً رئيسياً؛

ج. يُصرَّح بالاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يُسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالاستثمار مباشرةً في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائماً عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة⁽¹⁾.

3- أهداف السوق المالية السعودية: تسعى السوق المالية السعودية لتحقيق الأهداف التالية:

- أ. إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميّزة ذات جودة عالية، من خلال:
 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية؛
 - ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
 - العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
 - تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية؛
 - تقديم خدمات متميّزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدرين، مزودي خدمات البيانات وغيرهم...
- ب. تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:
 - توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
 - تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
 - تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
 - العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

ثانياً: خصائص السوق المالية السعودية

تتميّز السوق المالية السعودية بخصائص عديدة ومميّزات كثيرة، يمكن توضيحها كما يلي:

- 1 - عدد الشركات المدرجة: إنّ عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية في تطوّر وارتفاع مستمر، حيث بلغت هذه الشركات في سنة 2001 حوالي 67 شركة، ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة

(1) - السوق المالية السعودية، "نبذة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي: www.tadawul.com.sa

بالسوق سنة 2007 إلى 111 شركة، وارتفع هذا العدد في سنة 2010 إلى 146 شركة، وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق حتى نهاية النصف الأول 2013 إلى 160 شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً كما يلي:

جدول رقم (42): عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية في النصف الأول من سنة 2013

القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع	القطاع	عدد الشركات المسجلة في كل قطاع
■ المصارف والخدمات المالية	11	■ شركات الاستثمار المتعدد	07
■ الصناعات البتروكيماوية	14	■ الاستثمار الصناعي	14
■ الاسمنت	13	■ التشييد والبناء	15
■ التجزئة	12	■ التطوير العقاري	08
■ الطاقة والمرافق الخدمية	02	■ النقل	04
■ الزراعة والصناعات الغذائية	16	■ الإعلام والنشر	03
■ الاتصالات وتقنية المعلومات	05	■ الفنادق والسياحة	03
■ التأمين	33		
الإجمالي	160		

❖ المصدر: - السوق المالية السعودية، "قائمة الشركات"، متوفر على الرابط: <http://www.tadawul.com.sa>

2 - حجم التداول: يوضح الجدول التالي تطور قيمة وعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنقذة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية 2012 كما يلي:

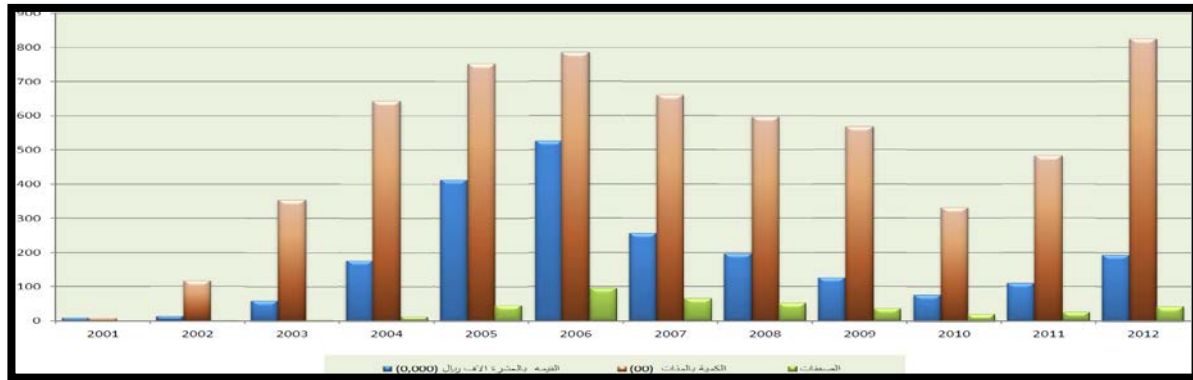
جدول رقم (43): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)

السنوات	قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	نسبة التغير %	عدد الأسهم المتداولة*	نسبة التغير %	عدد الصفقات المنقذة	نسبة التغير %
2001*	83,601,314,148.00	-	691,828,307	-	605,035	-
2002	133,787,078,591.00	%60.03	11,700,377,269	-	1,033,669	%70.84
2003	596,510,039,348.50	%345.87	35,377,127,932	%202.36	3,763,403	%264.08
2004	1,773,859,050,285.50	%197.37	64,310,380,573	%81.79	13,319,523	%253.92
2005	4,138,695,670,040.50	%133.32	75,245,639,251	%17.00	46,607,951	%249.92
2006	5,261,851,347,215.25	%27.14	78,509,656,529	%4.34	96,095,920	%106.18
2007	2,557,712,529,502.75	%51.39-	66,131,561,424	%15.77-	65,665,500	%31.67-
2008	1,962,945,580,483.05	%23.25-	59,650,660,351	%9.80-	52,135,929	%20.60-
2009	1,264,011,291,721.80	%35.61-	56,801,703,483	%4.78-	36,458,326	%30.07-
2010	759,164,484,995.00	%39.94-	33,137,081,204	%41.66-	19,536,143	%46.42-
2011	1,098,836,028,656.75	%44.74	48,263,324,674	%45.65	25,546,933	%30.77
2012	1,929,318,274,741.75	%75.58	82,544,978,786	%71.03	42,105,048	%64.81

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 20.

من خلال هذا الجدول يتضح أنّ نشاط وحجم التداول كان في تطور مستمر خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006، فقد شهدت سنة 2006 النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلالها 74,433 مليار سهم كانت قيمتها 5,261,85 مليار ريال أو ما يعادل 1,403.2 مليار دولار، وهذا على خلاف الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2010 حيث سجلت انخفاضاً محسوساً وتراجعاً نسبياً، لتعاود النهوض من جديد سنتي 2011 و2012. ولتوضيح تطور نشاط التداول في السوق السعودية بشكل أكبر خلال هذه الفترة، يتم إدراج الشكل التالي:

شكل رقم (42): تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 21.

أما في ما يتعلق بنشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013 فيمكن توضيحه من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (44): نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول 2013

معلومات التداول	الربع الأول 2013 1 st Q - 2013	أبريل April 2013	مايو May 2013	يونيو June 2013	النصف الأول 2013 1 st Half - 2013	النصف الأول 2012 1 st Half - 2012	نسبة التغير % Change
عدد الصفقات المنفذة	9,168,258	3,275,482	2,559,001	2,653,852	17,656,593	25,889,004	-31.80%
عدد الأسهم المتداولة	13,343,406,119	5,011,970,892	4,682,690,099	5,894,608,107	28,932,675,217	56,367,936,074	-48.67%
قيمة الأسهم المتداولة (ريال)	368,494,674,597.60	144,268,789,316.55	116,258,670,547.30	131,791,875,822.30	760,814,010,283.75	1,246,723,188,811	-38.97%
عدد أيام التداول	64	22	21	21	128	130	-
المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة	143,254	148,886	121,857	126,374	137,942	199,146	-30.73%
المتوسط اليومي للأسهم المتداولة	208,490,721	227,816,859	222,985,243	280,695,624	226,036,525	433,599,508	-47.87%
المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة (ريال)	5,757,729,291	6,557,672,242	5,536,127,169	6,275,803,611	5,943,859,455	9,590,178,375	-38.02%
القيمة السوقية للأسهم المدرجة (مليار ريال)	1,452.46	1,444.71	1,493.01	1,497.11	1,497.11	1,337.19	11.96%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 14.

لقد تميّز نشاط التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 بتراجعاتٍ حادة مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012 متأثرًا في ذلك بالعديد من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية، وفي نفس الوقت تميّز بالانتعاش والتحسّن مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012 خاصةً بعد الارتفاعات القياسية في الأسواق العالمية خصوصًا الأسواق الأمريكية والأوروبية، ولذلك فقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 حوالي 760,81 مليار ريال أي ما يعادل 202,88 مليار دولار، وذلك بانخفاضٍ بلغت نسبته 38,97% مقارنةً بالنصف الأول من سنة 2012، وارتفاع قدره 17,85% مقارنةً

بالنصف الأخير من سنة 2012، وبذلك يكون السوق السعودي قد ساهم بنسبة 80,4% من إجمالي قيمة التداول لدول مجلس التعاون الخليجي خلال النصف الأول 2013.

كما بلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النصف الأول من سنة 2013 نحو 28,93 مليار سهم، مقابل 56,37 مليار سهم تم تداولها خلال النصف الأول 2012، وذلك بانخفاض بلغت نسبته 48,67%. أما إجمالي عدد الصفقات المنقذة خلال النصف الأول من سنة 2013 فقد بلغ نحو 17,66 مليون صفقة، وذلك مقابل 25,89 مليون صفقة تم تنفيذها خلال النصف الأول من سنة 2012، أي بانخفاض بلغت نسبته 31,80% وبارتفاع قدره 18.46% مقارنةً بالنصف الأخير من سنة 2012.

وقد بلغ عدد أيام التداول خلال النصف الأول من سنة 2013 قرابة 128 يوماً، مقابل 130 يوماً خلال النصف الأول من سنة 2012.

3 - القيمة السوقية: يمكن توضيح تطوّر القيمة السوقية للأسهم المصدرة من سنة 2001 إلى غاية 2012 من خلال الجدول التالي:

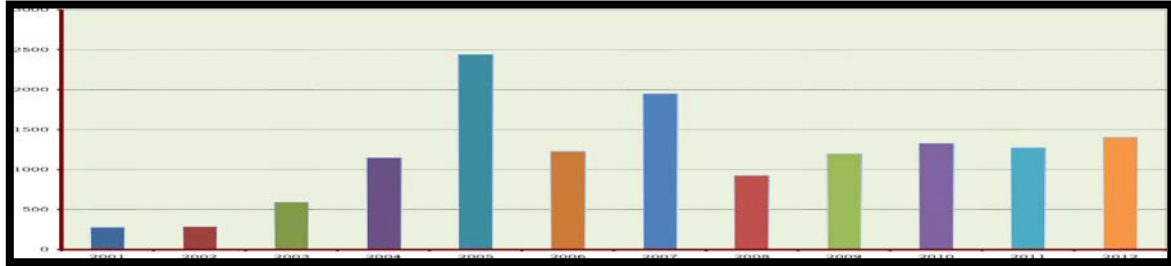
جدول رقم (45): القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)

النعام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %
2001	274.53	-
2002	280.73	2.26%
2003	589.93	110.14%
2004	1.148.60	94.70%
2005	2.438.20	112.28%
2006	1.225.86	-49.72%
2007	1.946.35	58.77%
2008	924.53	-52.50%
2009	1.195.51	29.31%
2010	1.325.39	10.86%
2011	1.270.84	-4.12%
2012	1.400.34	10.19%

❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال هذا الجدول يتّضح بأنّ القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 تميّزت بالتذبذب صعوداً وهبوطاً، فبينما كانت في تطوّر مستمر، وتحديدًا من سنة 2001 إلى غاية سنة 2005 التي حقّقت فيها أقصى ارتفاع حيث بلغت 2,438.20 مليار ريال، تبعها انخفاض بنسبة 49.72% في سنة 2006 إذ بلغت القيمة السوقية 1,225.88 مليار ريال، لتعود للارتفاع في سنة 2007 حيث وصلت إلى 1,946.35 مليار ريال بنسبة ارتفاع قُدّرت بـ 58.77%، ثمّ وبفعل تداعيات الأزمة المالية العالمية سنة 2008 انخفضت بشكل كبير وبنسبة 52,50% حيث بلغت القيمة السوقية حينها 924,53 مليار ريال.

أما في نهاية سنة 2012 فقد بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نحو 1,400.34 مليار ريال، بما يعادل 373.42 مليار دولار، أي بارتفاع بلغت نسبته 10.19% مقارنة مع نهاية سنة 2011، ولتوضيح تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة خلال الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى 2012 يمكن إدراج الشكل التالي: شكل رقم (43): تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012)



❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

أما في ما يتعلق بالقيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية النصف الأول من سنة 2013، فقد ارتفعت القيمة السوقية للمملكة العربية السعودية أكبر سوق في منطقة مجلس التعاون الخليجي لتصل إلى حوالي 1,497.11 مليار ريال، أي ما يعادل 399.23 مليار دولار مسجلة ارتفاعاً بلغت نسبته 11,96% مقارنة بالنصف الأول من سنة 2012، وبذلك فإن السوق السعودي يشكّل ما يعادل 50,5% من إجمالي القيمة السوقية لمنطقة مجلس التعاون الخليجي، وقد ساهم في هذا الارتفاع إدراج أسهم شركتين جديدتين في السوق المالية السعودية خلال هذا النصف الأول 2013.

4 - **المؤشرات القطاعية:** توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله توزّع نشاط التداول في السوق المالية السعودية حسب القطاعات لسنة 2012 كما يلي:

جدول رقم (46): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية لسنة 2012

القطاعات	الصفقات المنفذة	النسبة إلى الإجمالي	الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	قيمة الأسهم المتداولة (بإل)	النسبة إلى الإجمالي
المصارف والخدمات المالية	1,960,658	%4.66	9,499,914,343	%11.51	163,040,067,029.10	%8.45
الصناعات البتروكيماوية	4,484,652	%10.65	11,008,809,002	%13.34	311,181,387,179.10	%16.13
الأسمنت	2,176,374	%5.17	2,885,030,697	%3.50	70,160,273,313.20	%3.64
التجزئة	1,392,954	%3.31	1,728,094,685	%2.09	48,702,466,592.75	%2.52
الطاقة والمرافق الخدمية	220,664	%0.52	1,236,382,445	%1.50	18,210,370,059.80	%0.94
الزراعة والصناعات الغذائية	3,047,913	%7.24	3,676,724,830	%4.45	122,738,493,028.70	%6.36
الإنصافات وتقنية المعلومات	3,825,763	%9.09	9,766,278,092	%11.83	194,686,018,086.05	%10.09
الناس	13,036,692	%30.96	11,594,916,035	%14.05	451,043,616,185.60	%23.38
شركات الاستثمار المتعدد	2,164,189	%5.14	4,298,736,867	%5.21	86,825,679,870.75	%4.50
الاستثمار الصناعي	2,028,222	%4.82	2,158,811,401	%2.62	82,986,920,151.45	%4.30
التشييد والبناء	2,323,580	%5.52	4,027,152,015	%4.88	90,315,807,831.05	%4.68
التطوير العقاري	3,545,982	%8.42	17,566,177,459	%21.28	211,562,393,512.35	%10.97
النقل	924,123	%2.19	2,344,734,691	%2.84	45,582,616,666.25	%2.36
الإعلام والنشر	371,967	%0.88	303,581,896	%0.37	13,439,342,439.95	%0.70
الفنادق والسياحة	601,315	%1.43	449,632,328	%0.54	18,842,822,795.65	%0.98
الإجمالي	42,105,048	%100.00	82,544,978,786	%100.00	1,929,318,274,741.75	%100.00

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

تُشير بيانات الجدول أعلاه، إلى أنّ قطاع التطوير العقاري قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2012، حيث احتلّ المركز الأول من حيث كمية التداول واستأثر بحوالي 21.28% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 17.57 مليار سهم، وكان الثالث من حيث القيمة التي وصلت إلى 211.56 مليار ريال أي بنسبة 10.97% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2012، موزعة على 03,54 مليون صفقة أي بنسبة 08,43% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، ثمّ حلّ ثانيًا قطاع التأمين حيث استأثر هذا القطاع بنحو 14,05% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، أي حوالي 11.59 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 451.04 مليار ريال، وبنسبة تصل إلى حوالي 23.38% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في السوق موزعة على نحو 13.04 مليون صفقة تمثّل 30.96% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة خلال العام، في حين احتل قطاع الصناعات البتروكيماوية المركز الثالث بنسبة 13,34% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في السوق، أي بنحو 11,01 مليار سهم بقيمة نقدية تصل إلى 311,18 مليار ريال وبنسبة 16,13% من الإجمالي موزعة على نحو 03,83 مليون صفقة، أي بنسبة 09,09% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة في السوق سنة 2012.

جدول رقم(47): نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية خلال النصف الأول من سنة 2013

القطاعات	الصفقات المنفّذة Transactions	النسبة إلى الإجمالي % To Market	الأسهم المتداولة Shares Traded	النسبة إلى الإجمالي % To Market	قيمة الأسهم المتداولة Value Traded (SR)	النسبة إلى الإجمالي % To Market
المصارف والخدمات المالية	716,009	4.06%	3,103,258,407.00	10.73%	62,088,916,398.75	8.16%
الصناعات البتروكيماوية	1,270,625	7.20%	2,573,799,039.00	8.90%	91,667,293,292.25	12.05%
الأسمنت	1,785,431	10.11%	2,259,417,715.00	7.81%	55,385,524,282.24	7.28%
التجزئة	1,948,213	11.03%	1,391,230,428.00	4.81%	70,356,244,814.50	9.25%
الطاقة والمرافق الخدمية	64,409	0.36%	309,315,218.00	1.07%	4,336,236,750.55	0.57%
الزراعة والصناعات الغذائية	1,409,739	7.98%	1,645,247,621.00	5.69%	54,626,726,143.15	7.18%
الاتصالات وتقنية المعلومات	927,428	5.25%	3,634,968,311.00	12.56%	50,385,127,623.95	6.62%
التأمين	5,056,946	28.64%	3,716,869,801.00	12.85%	166,796,010,350.70	21.92%
شركات الاستثمار المتعدد	495,393	2.81%	888,783,110.00	3.07%	17,794,225,442.80	2.34%
الاستثمار الصناعي	1,071,051	6.07%	1,046,292,949.00	3.62%	43,839,262,270.85	5.76%
التشييد والبناء	712,598	4.04%	1,070,542,973.00	3.70%	25,734,927,827.35	3.38%
التطوير العقاري	1,266,355	7.17%	6,322,313,069.00	21.85%	76,942,768,344.90	10.11%
النقل	317,580	1.80%	549,547,621.00	1.90%	15,212,074,086.50	2.00%
الاعلام والنشر	206,478	1.17%	121,721,790.00	0.42%	7,302,541,945.60	0.96%
الفنادق والسياحة	408,338	2.31%	299,367,165.00	1.03%	18,346,130,709.65	2.41%
الإجمالي	17,656,593	100.00%	28,932,675,217.00	100.00%	760,814,010,283.74	100.00%

❖ **المصدر:** - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص:12.

من خلال الجدول أعلاه، يتّضح أنّ قطاع التأمين كان أنشط القطاعات من حيث عدد الصفقات المنفّذة في النصف الأول من سنة 2013، حيث بلغت نحو 05,05 مليون صفقة تمثّل 28,64% من إجمالي عدد الصفقات المنفّذة، وحلّ ثانيًا قطاع التجزئة بنحو 1,95 مليون صفقة بنسبة 11,03%، وجاء قطاع

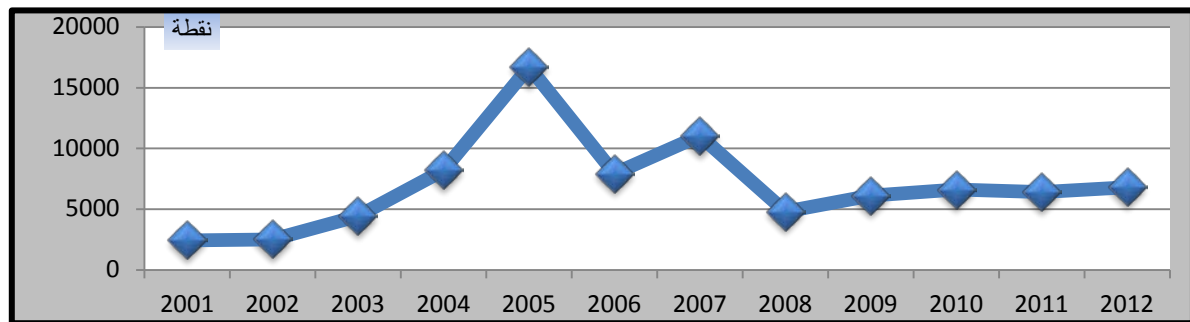
الإسمنت في المرتبة الثالثة بنحو 1,79 مليون صفقة بنسبة 10,11 % من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال النّصف الأول 2013.

أمّا من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال النّصف الأول 2013، فقد كان قطاع التأمين أيضاً أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 166,79 مليار ريال تمثل 21,92 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه الفترة، وحلّ ثانياً قطاع الصناعات البتروكيماوية الذي يُعتبر من أكبر القطاعات المؤثرة في السوق السعودي بنحو 91,67 مليار ريال وبنسبة 12,05 %، وجاء قطاع التطوير العقاري في المرتبة الثالثة بنحو 76,94 مليار ريال أي بنسبة 10,11 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وبالنسبة لنشاط القطاعات فيما يتعلّق بعدد الأسهم المتداولة خلال النّصف الأول 2013، فقد كان قطاع التطوير العقاري أنشط القطاعات، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع نحو 06,32 مليار سهم تمثل 21,85 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال هذا النّصف، يليه قطاع التأمين بنحو 03,71 مليار سهم بنسبة 12,85 %، وحلّ ثالثاً قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بنحو 03,63 مليار سهم تمثل 12,56 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال النّصف الأول 2013.

ومن المتوقّع أن تكون سنة 2013 أفضل من سنتي 2011 و2012، إذ من الممكن زيادة السيولة خلال هذه السنة نظراً لفتح الباب للمستثمرين الأجانب للاستثمار في السوق مباشرة، إضافةً إلى وجود توقّعات بإمكانية هدوء المشهد السياسي العالمي في 2013، ومن ثمّ استقرار أسعار النفط.

5- تطوّر المؤشر العام للسوق المالية السعودية: يوضّح الشكل التالي تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدّة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2012 كما يلي:

شكل رقم (44): تطوّر المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2001 - 2012)



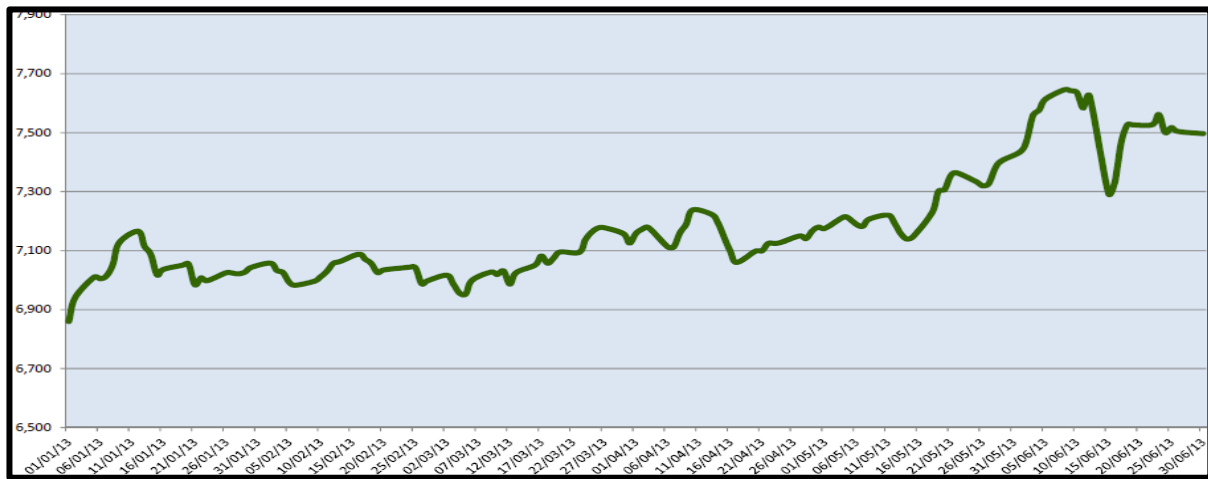
❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي السنوي 2012"، السوق المالية السعودية، ص: 18.

من خلال الشكل أعلاه يتّضح أنّ مؤشر السوق المالية السعودية كان في تطوّر وارتفاع مستمر، ابتداءً من سنة 2001 إلى غاية 2005 حيث قفز في هذه السنة إلى أعلى مستوياته عند 16712 نقطة،

مرتفعاً بذلك بنسبة 103.66% مقارنةً بسنة 2004، ليتراجع بعد ذلك ويسجل انخفاض حاد سنة 2008 عند مستوى 4802 نقطة متراجعاً بنسبة 56.49% مقارنةً بـ 2007 متأثراً في ذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية، تبعه بعد ذلك ارتفاع نسبي عند مستوى 6121 نقطة سنة 2009 و6620 نقطة سنة 2010.

أما في سنة 2012، فقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية عند مستوى 6,801.22 نقطة مقارنة مع 6,417.73 نقطة كما في نهاية سنة 2011 مرتفعاً بـ 383.49 نقطة أي بنسبة 5.98%، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق خلال العام في يوم 3 أبريل حيث أغلق عند مستوى 7,930.58 نقطة.

شكل رقم (45): المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال النصف الأول من سنة 2013



❖ المصدر: - إدارة خدمات معلومات السوق، "التقرير الإحصائي النصف سنوي الأول 2013"، السوق المالية السعودية، ص: 10.

لقد أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية في نهاية النصف الأول 2013 عند مستوى 7,496.57 نقطة، مرتفعاً بـ 786.66 نقطة أي 11.72% مقارنةً بإغلاق نفس الفترة من سنة 2012، وفي المقابل فإن أداء المؤشر من بداية العام حتى نهاية جوان 2013 قد حقق عائداً إيجابياً ومكاسب قدرها 10.22% ما يعادل 695.35 نقطة، يدعمه في ذلك تحسن أداء الأسواق الأمريكية والأوروبية وتدفق الأخبار المحلية مثل مراجعة تقييم السوق من طرف مؤسسة فيتش للتقييم، وهو بذلك يعتبر المؤشر الثاني من حيث الأداء في دول مجلس التعاون الخليجي.

الفصل السادس : دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية

يُقصد بالهندسة المالية الإسلامية، مجموعة الأنشطة المبتكرة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل، ويتم ذلك كله في إطار مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

وبناءً على ذلك، فإنّ الهندسة المالية الإسلامية سيكون لها دور مهم ومساهمة كبيرة في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية، من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية، قديمة و معدلة أو جديدة ومبتكرة تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية.

وللوقوف أكثر على إبداعات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية، سيتم التطرق للمباحث التالية:

■ المبحث الأول: المشـتقات المالية الإسلامية؛

■ المبحث الثاني : التـصـيـك الإسلامي؛

■ المبحث الثالث : مؤشرات السوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: المشتقات المالية الإسلامية

عقود المشتقات المالية هي المستحدثات في الأصول المالية، وهي عبارة عن أدوات وعقود مالية تشتق قيمتها من قيمة معينة، قد تكون أصل (أسهم، سندات، رهن عقاري...) أو مؤشر (معدل فائدة، سعر صرف...) أو مشتقات الديون حيث تشتق قيمتها من الديون، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض تشمل: إدارة المخاطر، التحوط، المراجحة بين الأسواق، المضاربة..

أما على صعيد الصناعة المصرفية الإسلامية، فلم تحظ المخاطر بالاهتمام اللازم والكافي، على الرغم من أن الخطر هو المحور والأساس لنموذج الاستثمار والصيرفة الإسلامية، والمشاركة في المخاطر هو المبرر للربح، وبالتالي فعدم وجود مشتقات وأدوات مالية إسلامية للتحوط وإدارة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية الإسلامية، يُعرضها لقدر أكبر من المخاطر مما يقلص دورها ويحد من كفاءة منتجاتها ويرفع من تكلفة عملياتها، ولأجل ذلك، لجأت واضطرت بعض المؤسسات المالية الإسلامية لاستخدام بعض المشتقات المالية التقليدية للتحوط، مثل: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات المالية.

لكن، ونظرًا لعدم صحة عقود المشتقات المالية التقليدية من الناحية الشرعية وذلك لما يشوبها من مخالفات ومحاذير شرعية كثيرة، فإن الأمر يستدعي تطهير المشتقات المالية التقليدية وتخليصها من كافة المخالفات الشرعية التي تشوبها للاستفادة منها في التحوط، كما يستدعي أيضًا ضرورة البحث في تطوير مشتقات مالية إسلامية يمكن استخدامها في التحوط من تقلبات الأسعار، وذلك من خلال دراسة عقود المشتقات التقليدية المستخدمة للتحوط، ومحاولة وضع البدائل الشرعية لتلك العقود مبنية على العقود المسماة، مثل: عقد السلم والاستصناع، بيع العربون... الخ، أو استحداث عقود جديدة لتحقيق غرض التحوط وإدارة المخاطر، ولأجل ذلك سيتم التطرق للعناصر التالية:

- **المطلب الأول : العقود الآجلة؛**
- **المطلب الثاني : العقود المستقبلية؛**
- **المطلب الثالث : عقود الخيارات المالية.**

المطلب الأول: العقود الآجلة

تُعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية وإحدى المشتقات المالية التي تُستخدم في إدارة التحوّط من المخاطر المالية، ولغرض الاستفادة من مزايا العقود الآجلة في الأسواق المالية الإسلامية ونظرًا لما يشوبها من مخالفات شرعية كثيرة، فإنّ الأمر يستدعي تعديلها وتنقيحها لتتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية أو البحث عن البدائل الشرعية المناسبة، بحيث تكون لهذه البدائل نفس الوظائف والمزايا التي تتمتع بها العقود الآجلة التقليدية، ولكن بقالب شرعي بعيد عن كل الشبهات والمخالفات الشرعية.

■ أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة؛

■ ثانياً : العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية؛

■ ثالثاً : البدائل الشرعية للعقود الآجلة.

أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة

تُعد العقود الآجلة أقدم المشتقات المالية ظهورًا، تتميز بالعديد من الخصائص والمميزات التي تميّزها عن باقي المشتقات المالية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - مفهوم العقود الآجلة: هي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معيّن في تاريخ لاحق مستقبلاً يسمّى يوم التصفية، وبسعر محدد يسمّى "سعر التنفيذ"، ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي⁽¹⁾.

ومنذ بداية التعاقد يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة)، فالعقود الآجلة هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة أصل معيّن في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدّد مسبقاً وبسعر يحدّد مسبقاً أيضاً، فمنذ البداية يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي يتم على أساسه التبادل والتاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل⁽²⁾، ولذلك فشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود، بل تحدّد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية، حيث يتم التفاوض بين البائع والمشتري على الأمور التالية:

(1) - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 363.

(2) - هوشيار معروف، مرجع سابق ص: 154.

- أ. مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف؛
 - ب. الكمية المطلوبة أو المراد بيعها؛
 - ج. طريقة ومكان التسليم؛
 - د. سعر البيع أو الشراء وطريقة السداد⁽¹⁾.
- 2 - خصائص العقود الآجلة: تختص العقود الآجلة بجملة من الخصائص، يمكن ذكر أهمها في ما يلي⁽²⁾:
- أ. تُبرم العقود الآجلة عادةً بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها؛
 - ب. العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أنّ العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما؛
 - ج. لا تتعلّق المخاطر في العقود الآجلة بطرف دون الآخر بل تمتد إلى طرفي العقد، حيث يتحمّل كل طرف مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته؛
 - د. تنظّم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية، وذلك عن طريق أجهزة وفي ما بين مؤسسات مالية ومصرفية كبيرة عادة، كما لا توجد لهذه العقود سوق ثانوية؛
 - هـ. تحدّد شروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم؛
 - و. لا يتم تسوية العقد إلّا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، والذي فيه يتحقّق إمّا الربح أو الخسارة؛
 - ز. يكون أمام المضارب في تاريخ التصفية ثلاثة خيارات:

(2) - كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص:7.

(2) - أنظر :

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص:156.
- أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص:59.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص:931.
- Frederic mishkin , "monnaie, banque et marchés financiers", 9^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2010 , p:19.
- John hull , "options future et autre actives drivés", 5^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2004, p:03.

- يقوم المضارب بتسليم الأصل محل التعاقد تسليمًا فعليًا إن كان بائعًا ويتسلمه إن كان مشتريًا؛
- يقوم المضارب ببيع ما اشتراه ويشتري ما باعه ويستفيد من الفرق بين السعيرين؛
- يقوم بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

ثانيًا: العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية

العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين: البائع والمشتري، بغرض شراء أو بيع أصل معين: سلعة أو عملة أو ورقة مالية، في تاريخ مستقبلي يعرف بتاريخ التصفية أو تاريخ التسوية، وبسعر متفق عليه بينهما عند إنشاء العقد، وعليه فإن هذه العقود تتضمن الأمور التالية:

1 - الأمر الأول: لا يترتب على هذه العقود لا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلّم، فالثمن والمثمن مؤجلين إلى يوم التصفية، وبالتالي فهذه العقود لا تترتب عليها آثار العقد عند إنشائه بل يتم تأجيلها إلى يوم التصفية⁽¹⁾.

2 - الأمر الثاني: أغلب العقود الآجلة ونسبة 98% تجري على المكشوف، بمعنى أن البائع لا يمتلك الأصل المباع وقت إبرام العقد بل يقوم بشراء هذا الأصل في يوم التصفية أو قبله⁽²⁾.

ومما سبق، يتبين أن العقود الآجلة التي لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ويتأجل فيه تسليم الثمن والمثمن إلى يوم التصفية المحدد لتنفيذ العقد، غير جائز شرعًا، وذلك لما يترتب عليها من⁽³⁾:

أ. تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، ذلك أن أغلب هذه العقود تتم على المكشوف، أي أن البائع يبيع أسهمًا لا يملكها على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل، ليقوم

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين

النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص: 488.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 800.

(3) - أنظر :

■ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 814.

■ جمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول، ص: 545.

■ سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة

بين النظم والوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 519.

بشرائها في هذا الوقت وتسليمها للمشتري، وفي هذا ارتكاب للمحظور ومخالفة صريحة منهي عنها لبيع الإنسان ما ليس عنده؛

ب. يتم في هذه العقود تأجيل تسليم المبيع وأيضاً تأجيل تسليم الثمن، أي تأجيل الثمن والمثمن، وهذا من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه؛

ج. يقوم المضارب عادةً بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرضه لخسارة في تاريخ التسوية، وذلك مقابل دفعه لمبلغ من المال يسمى **بدل التأجيل** لمن ينقل إليه مركزه، سواء كان مضارباً يرغب في تأجيل التسليم أو ممولاً يرغب في تجميع أمواله، وحيث أنّ بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محدّدة زمنًا ومقدارًا، يدفعها المستقرض أي المضارب للمقرض وهو الممول، وهو ما يعني أنّ بدل التأجيل بهذا المعنى يُعد من ربا النسيئة المجمع على تحريمه؛

د. في الغالب يكون البيع غير مقصود من قبل المتعاملين بهذا النوع من المعاملات، وغالبًا ما تنتهي هذه التعاملات بالمحاسبة على فروق الأسعار بين البائع والمشتري دون تسليم أو تسلّم الأصل، فإذا كان ذلك مشروطاً في العقد أو كان عرفاً معمولاً به، فهو رهان وقمار لعلم كل طرف أنّه وبإبرامه لهذا العقد فهو إما أن يغنم أو يغرم وهذا حقيقة القمار، أمّا إذا كان ذلك غير مشروط في العقد ففيه أيضًا معنى القمار لعلم الطرفين أنّ أحدهما خاسر لا محال وهذا هو معنى القمار؛

هـ. ضيف إلى ذلك أنّ القبض في هذه العقود ليس مقصوداً للمتعاقدين، ولذلك كان فيها التزامًا وشغلًا لذمة كل طرف منهما بالدين بلا فائدة إلاّ المخاطرة وانتظار الخسارة التي ستقع على أحدهما لا محالة، ولذلك فإنّ المتعاملين والمستثمرين في هذه السوق فالأصح والأنسب أن يُطلق عليهم المجازفون كما يرى عبد اللطيف الجناحي أو المقامرون كما يرى علي السالوس.

وما يدل على تحريم العقود الآجلة بصورتها الحالية أيضًا، قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة بمكة المكرمة سنة 1404 هـ، بما نصّه:

"إنّ العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعًا، لأنّها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتمادًا على أنّه سيشتريه فيما بعد ويسلّمه في الموعد المحدّد، وهذا منهي عنه شرعًا..."

ثالثاً: البدائل الشرعية للعقود الآجلة

من أهم البيوع والعقود التي أُقْتَرِحَتْ لتكون بديلاً شرعياً للعقود الآجلة ما يلي:

1 - بيع السلم: إذا كانت السلع مباحة شرعاً والعقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات نشاطها

مباح وأغراضها مشروعة، فإنّ العقود الآجلة في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقود بيع السلم الجائز شرعاً.

أ- شروط صحة عقد السلم: بيع السلم هو بيع شيء موصوف في الذمة، معلوم القدر، يتأخر تسليمه إلى أجلٍ معلوم بثمن حال يُدفع عند التعاقد، أي هو عقد يُوجب الملك في الثمن عاجلاً وفي الثمن أجلاً، ويُشترط لصحة عقد السلم ضرورة توافر الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن يكون الثمن معلوماً لطرفي العقد، وأن يكون حالاً ويسلم في مجلس العقد، ولا يجوز أن يكون ديناً في ذمة البائع أو غيره؛
- أن تكون السلعة محل البيع مما يمكن تحديد صفاتها، فالسلم عبارة عن بيع موصوف في الذمة ولا يعرف إلا بوصفه، وإذا تعدّر وصفه أصبح مجهولاً وبيع المجهول لا يصح؛
- معرفة وبيان صفات المبيع من حيث الجودة، الحجم، كذلك النوع؛
- أن يكون المبيع معلوم القدر، وذلك بأن يُذكر مقداره إمّا بالكيل أو بالوزن أو الذرع؛
- أن يكون المبيع ديناً أي في الذمة، وأن يكون مقدوراً على تسليمه، كما يجب تحديد مكان التسليم؛
- يجب تأجيل تسليم المبيع ولا بد أن يكون الأجل معلوماً، فالسلم لا يكون إلا مؤجلاً؛
- أن تكون السلعة المراد بيعها موجودة عند حلول موعد التسليم.

ب- أوجه التشابه والاختلاف بين عقد السلم والعقود الآجلة: من خلال ما سبق، يتّضح أنّ هناك

تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفين على التعاقد على بيع سلعة موصوفة في الذمة وصفاً مضبوطاً بثمن معلوم، يتأجل فيه تسليم هذه السلعة إلى أجل معلوم.

(1) - أنظر:

- محمود حسن صوان، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل، الأردن، 2001، ص: 172.
- محمد عبد الحليم عمر، "الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 1998، ص: 19.

فكلا العقدين يشتركان في أهم التفاصيل مثل: تحديد تاريخ التسليم، التحديد الدقيق للسلعة، تحديد كميتها وسعرها وكيفية نقلها وتوصيلها... الخ، لكن ورغم هذا التشابه والتشارك بينهما، إلا أنَّهما يختلفان عن بعضهما في عدّة أمور أهمّها:

- لا يتم في العقود الآجلة دفع الثمن حالاً ومعهجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكأنّ البديلين فيه مؤجلان، بينما يعتبر دفع الثمن حالاً وفي مجلس العقد شرطاً ضرورياً من شروط صحة بيع السلم؛
 - يقوم البيع في العقود الآجلة في أغلبه على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه، وفي ذلك مخالفة منهي عنها لبيع الإنسان ما لا يملكه، وهذا على خلاف السلم الذي يشترط لصحته وجود البضاعة المتفق على كميتها ونوعها ومواصفاتها عند حلول أجل التسليم؛
 - في بيع السلم يكون الهدف الأساسي للمشتري هو الحصول على السلعة الموصوفة بالذمة المتفق عليها في الوقت المحدد، غير أن الهدف الوحيد للمتعاملين في الأسواق الآجلة هو تحقيق أرباح من فروقات الأسعار، ولذلك فأغلبها عمليات وهمية تقوم على المخاطرة والمقامرة.
- وفي هذا السياق، فقد نصّ قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على ما يلي:
- " ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين:

- في السوق المالية، لا يُدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد، وإنما يؤجّل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما يجب أن يُدفع الثمن في بيع السلم في مجلس العقد.
- في السوق المالية، تُباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدّة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرةً منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه".

ج- الشروط الشرعية لصحة العقود الآجلة: حتّى تكون العقود الآجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بد من توافر الشروط التالية:

- تسليم الثمن حالاً في مجلس العقد؛
- يقوم البائع بتوفير السلعة المباعة والمتفق عليها عند حلول أجل التسليم؛

- أن يكون هدف المشتري هو الحصول فعلاً على السلعة المتفق عليها، وأن يتجنب ويتفادى بيع سلع لم يقبضها ولم يملكها بعد.

فالشريعة الإسلامية لا تمنع من تغطية المخاطر، ولكن يشترط أن يكون أحد طرفي المعاملة مدفوعاً، ومن أراد أن يسلف، فعليه أن يسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم، وبالتالي لا يجوز تأخير وتأجيل قبض الثمن، فالاستلاف هو التقديم، وأنه إنما سمي سلفاً لما فيه من تسليم الثمن، فإن تأجل لم يكن سلفاً ولا يصح⁽¹⁾.

2 - البيع الآجل: هو: "بيع السلعة بثمن مؤجل يزيد عن ثمنها نقداً، وهو العقد العكسي لبيع السلم، حيث تنتقل ملكية السلعة إلى المشتري فور التسليم، ويصبح البائع دائناً للمشتري بثمن المبيع"⁽²⁾.
وبالتالي فالبيع الآجل هو البيع الذي يؤجل فيه استحقاق ثمن السلعة المراد بيعها، بعد أجل معين سواء كان ذلك دفعة واحدة أو على دفعات وأقساط معينة، ويشترط لصحة البيع الآجل جملة من الشروط من أهمها⁽³⁾:

- أن يكون الثمن مؤجلاً ومعلومًا؛

- أن يسلم المبيع حالاً للمشتري؛

- ينبغي أن يكون الأجل معلومًا للطرفين.

ويعتبر البيع الآجل أحد الحلول التي تم اقتراحها كبديل شرعي للعقود الآجلة التي تُبرم في الأسواق المالية، والتي أجمع العلماء على حرمتها وهي بصورتها الحالية، لما فيها من مخالفات شرعية كثيرة، ك: بيع الدين بالدين، بيع الإنسان ما ليس عنده، المقامرة،.. الخ
وعليه، وبدل أن تكون كل من السلعة والثمن مؤجلين مع جهالة الثمن المؤجل المستحق الذي يلتزم المشتري بدفعه في موعد التصفية مهما كان هذا الثمن، وذلك كما هو معمول به، فيمكن وفق البيع الآجل أن يتم تسليم السلعة المراد بيعها، مع ضرورة معرفة وتحديد ثمنها وتأجيل سدادها في وقت لاحق مستقبلاً يتفق عليه الطرفان.

(1) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها - الأسهم والسندات -" مرجع سابق، ص: 109.

(2) - أميرة عبد اللطيف مشهور، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة مدبولي، مصر، 1990، ص: 342.

(3) - محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سابق، ص: 312.

المطلب الأول: العقود الآجلة

تُعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية وإحدى المشتقات المالية التي تُستخدم في إدارة التحوّط من المخاطر المالية، ولغرض الاستفادة من مزايا العقود الآجلة في الأسواق المالية الإسلامية ونظرًا لما يشوبها من مخالفات شرعية كثيرة، فإنّ الأمر يستدعي تعديلها وتنقيحها لتتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية أو البحث عن البدائل الشرعية المناسبة، بحيث تكون لهذه البدائل نفس الوظائف والمزايا التي تتمتع بها العقود الآجلة التقليدية، ولكن بقالب شرعي بعيد عن كل الشبهات والمخالفات الشرعية.

■ أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة؛

■ ثانياً : العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية؛

■ ثالثاً : البدائل الشرعية للعقود الآجلة.

أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة

تُعد العقود الآجلة أقدم المشتقات المالية ظهورًا، تتميز بالعديد من الخصائص والمميزات التي تميّزها عن باقي المشتقات المالية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - مفهوم العقود الآجلة: هي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معيّن في تاريخ لاحق مستقبلاً يسمّى يوم التصفية، وبسعر محدد يسمّى "سعر التنفيذ"، ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي⁽¹⁾.

ومنذ بداية التعاقد يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة)، فالعقود الآجلة هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة أصل معيّن في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدّد مسبقاً وبسعر يحدّد مسبقاً أيضاً، فمنذ البداية يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي يتم على أساسه التبادل والتاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل⁽²⁾، ولذلك فشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود، بل تحدّد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية، حيث يتم التفاوض بين البائع والمشتري على الأمور التالية:

(1) - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 363.

(2) - هوشيار معروف، مرجع سابق ص: 154.

- أ. مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف؛
 - ب. الكمية المطلوبة أو المراد بيعها؛
 - ج. طريقة ومكان التسليم؛
 - د. سعر البيع أو الشراء وطريقة السداد⁽¹⁾.
- 2 - خصائص العقود الآجلة: تختص العقود الآجلة بجملة من الخصائص، يمكن ذكر أهمها في ما يلي⁽²⁾:
- أ. تُبرم العقود الآجلة عادةً بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها؛
 - ب. العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أنّ العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما؛
 - ج. لا تتعلّق المخاطر في العقود الآجلة بطرف دون الآخر بل تمتد إلى طرفي العقد، حيث يتحمّل كل طرف مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته؛
 - د. تنظّم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية، وذلك عن طريق أجهزة وفي ما بين مؤسسات مالية ومصرفية كبيرة عادة، كما لا توجد لهذه العقود سوق ثانوية؛
 - هـ. تحدّد شروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم؛
 - و. لا يتم تسوية العقد إلّا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، والذي فيه يتحقّق إمّا الربح أو الخسارة؛
 - ز. يكون أمام المضارب في تاريخ التصفية ثلاثة خيارات:

(2) - كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص:7.

(2) - أنظر :

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص:156.
- أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص:59.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص:931.
- Frederic mishkin , "monnaie, banque et marchés financiers", 9^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2010 , p:19.
- John hull , "options future et autre actives drivés", 5^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2004, p:03.

- يقوم المضارب بتسليم الأصل محل التعاقد تسليمًا فعليًا إن كان بائعًا ويتسلمه إن كان مشتريًا؛
- يقوم المضارب ببيع ما اشتراه ويشتري ما باعه ويستفيد من الفرق بين السعرين؛
- يقوم بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

ثانيًا: العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية

العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين: البائع والمشتري، بغرض شراء أو بيع أصل معين: سلعة أو عملة أو ورقة مالية، في تاريخ مستقبلي يعرف بتاريخ التصفية أو تاريخ التسوية، وبسعر متفق عليه بينهما عند إنشاء العقد، وعليه فإنّ هذه العقود تتضمن الأمور التالية:

1 - الأمر الأول: لا يترتب على هذه العقود لا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلّم، فالثمن والمثمن مؤجلين إلى يوم التصفية، وبالتالي فهذه العقود لا تترتب عليها آثار العقد عند إنشائه بل يتم تأجيلها إلى يوم التصفية⁽¹⁾.

2 - الأمر الثاني: أغلب العقود الآجلة ونسبة 98% تجري على المكشوف، بمعنى أنّ البائع لا يمتلك الأصل المباع وقت إبرام العقد بل يقوم بشراء هذا الأصل في يوم التصفية أو قبله⁽²⁾.

ومّا سبق، يتبيّن أنّ العقود الآجلة التي لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ويتأجل فيه تسليم الثمن والمثمن إلى يوم التصفية المحدّد لتنفيذ العقد، غير جائز شرعًا، وذلك لما يترتب عليها من⁽³⁾:

أ. تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، ذلك أنّ أغلب هذه العقود تتم على المكشوف، أي أنّ البائع يبيع أسهمًا لا يملكها على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل، ليقوم

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين

النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص: 488.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 800.

(3) - أنظر :

■ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 814.

■ جمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول، ص: 545.

■ سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة

بين النظم والوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 519.

بشرائها في هذا الوقت وتسليمها للمشتري، وفي هذا ارتكاب للمحظور ومخالفة صريحة منهي عنها لبيع الإنسان ما ليس عنده؛

ب. يتم في هذه العقود تأجيل تسليم المبيع وأيضاً تأجيل تسليم الثمن، أي تأجيل الثمن والمثمن، وهذا من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه؛

ج. يقوم المضارب عادةً بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرضه لخسارة في تاريخ التسوية، وذلك مقابل دفعه لمبلغ من المال يسمى **بدل التأجيل** لمن ينقل إليه مركزه، سواء كان مضارباً يرغب في تأجيل التسليم أو ممولاً يرغب في تجميع أمواله، وحيث أنّ بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محدّدة زمنًا ومقدارًا، يدفعها المستقرض أي المضارب للمقرض وهو الممول، وهو ما يعني أنّ بدل التأجيل بهذا المعنى يُعد من ربا النسيئة المجمع على تحريمه؛

د. في الغالب يكون البيع غير مقصود من قبل المتعاملين بهذا النوع من المعاملات، وغالبًا ما تنتهي هذه التعاملات بالمحاسبة على فروق الأسعار بين البائع والمشتري دون تسليم أو تسلّم الأصل، فإذا كان ذلك مشروطاً في العقد أو كان عرفاً معمولاً به، فهو رهان وقمار لعلم كل طرف أنّه وبإبرامه لهذا العقد فهو إما أن يغنم أو يغرم وهذا حقيقة القمار، أمّا إذا كان ذلك غير مشروط في العقد ففيه أيضًا معنى القمار لعلم الطرفين أنّ أحدهما خاسر لا محال وهذا هو معنى القمار؛

هـ. ضيف إلى ذلك أنّ القبض في هذه العقود ليس مقصوداً للمتعاقدين، ولذلك كان فيها التزامًا وشغلًا لذمة كل طرف منهما بالدين بلا فائدة إلاّ المخاطرة وانتظار الخسارة التي ستقع على أحدهما لا محالة، ولذلك فإنّ المتعاملين والمستثمرين في هذه السوق فالأصح والأنسب أن يُطلق عليهم المجازفون كما يرى عبد اللطيف الجناحي أو المقامرون كما يرى علي السالوس.

وما يدل على تحريم العقود الآجلة بصورتها الحالية أيضًا، قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة بمكة المكرمة سنة 1404 هـ، بما نصّه:

"إنّ العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعًا، لأنّها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتمادًا على أنّه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد المحدد، وهذا منهي عنه شرعًا..."

ثالثاً: البدائل الشرعية للعقود الآجلة

من أهم البيوع والعقود التي أُقْتَرِحَتْ لتكون بديلاً شرعياً للعقود الآجلة ما يلي:

1 - بيع السلم: إذا كانت السلع مباحة شرعاً والعقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات نشاطها

مباح وأغراضها مشروعة، فإنّ العقود الآجلة في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقود بيع السلم الجائز شرعاً.

أ- شروط صحة عقد السلم: بيع السلم هو بيع شيء موصوف في الذمة، معلوم القدر، يتأخر تسليمه إلى أجلٍ معلوم بثمن حال يُدفع عند التعاقد، أي هو عقد يُوجب الملك في الثمن عاجلاً وفي الثمن أجلًا، ويُشترط لصحة عقد السلم ضرورة توافر الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن يكون الثمن معلوماً لطرفي العقد، وأن يكون حالاً ويسلم في مجلس العقد، ولا يجوز أن يكون ديناً في ذمة البائع أو غيره؛
- أن تكون السلعة محل البيع مما يمكن تحديد صفاتها، فالسلم عبارة عن بيع موصوف في الذمة ولا يعرف إلا بوصفه، وإذا تعدّر وصفه أصبح مجهولاً وبيع المجهول لا يصح؛
- معرفة وبيان صفات المبيع من حيث الجودة، الحجم، كذلك النوع؛
- أن يكون المبيع معلوم القدر، وذلك بأن يُذكر مقداره إمّا بالكيل أو بالوزن أو الذرع؛
- أن يكون المبيع ديناً أي في الذمة، وأن يكون مقدوراً على تسليمه، كما يجب تحديد مكان التسليم؛
- يجب تأجيل تسليم المبيع ولا بد أن يكون الأجل معلوماً، فالسلم لا يكون إلا مؤجلاً؛
- أن تكون السلعة المراد بيعها موجودة عند حلول موعد التسليم.

ب- أوجه التشابه والاختلاف بين عقد السلم والعقود الآجلة: من خلال ما سبق، يتّضح أنّ هناك

تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفين على التعاقد على بيع سلعة موصوفة في الذمة وصفاً مضبوطاً بثمن معلوم، يتأجل فيه تسليم هذه السلعة إلى أجل معلوم.

(1) - أنظر:

- محمود حسن صوان، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل، الأردن، 2001، ص: 172.
- محمد عبد الحليم عمر، "الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 1998، ص: 19.

فكلا العقدين يشتركان في أهم التفاصيل مثل: تحديد تاريخ التسليم، التحديد الدقيق للسلعة، تحديد كميتها وسعرها وكيفية نقلها وتوصيلها... الخ، لكن ورغم هذا التشابه والتشارك بينهما، إلا أنَّهما يختلفان عن بعضهما في عدّة أمور أهمّها:

- لا يتم في العقود الآجلة دفع الثمن حالاً ومعهجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكأنّ البديلين فيه مؤجلان، بينما يعتبر دفع الثمن حالاً وفي مجلس العقد شرطاً ضرورياً من شروط صحة بيع السلم؛
 - يقوم البيع في العقود الآجلة في أغلبه على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه، وفي ذلك مخالفة منهي عنها لبيع الإنسان ما لا يملكه، وهذا على خلاف السلم الذي يشترط لصحته وجود البضاعة المتفق على كميتها ونوعها ومواصفاتها عند حلول أجل التسليم؛
 - في بيع السلم يكون الهدف الأساسي للمشتري هو الحصول على السلعة الموصوفة بالذمة المتفق عليها في الوقت المحدد، غير أن الهدف الوحيد للمتعاملين في الأسواق الآجلة هو تحقيق أرباح من فروقات الأسعار، ولذلك فأغلبها عمليات وهمية تقوم على المخاطرة والمقامرة.
- وفي هذا السياق، فقد نصّ قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على ما يلي:
- " ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين:

- في السوق المالية، لا يُدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد، وإنما يؤجّل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما يجب أن يُدفع الثمن في بيع السلم في مجلس العقد.
- في السوق المالية، تُباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدّة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرةً منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه".

ج- الشروط الشرعية لصحة العقود الآجلة: حتّى تكون العقود الآجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بد من توافر الشروط التالية:

- تسليم الثمن حالاً في مجلس العقد؛
- يقوم البائع بتوفير السلعة المباعة والمتفق عليها عند حلول أجل التسليم؛

- أن يكون هدف المشتري هو الحصول فعلاً على السلعة المتفق عليها، وأن يتجنب ويتفادى بيع سلع لم يقبضها ولم يملكها بعد.

فالشريعة الإسلامية لا تمنع من تغطية المخاطر، ولكن يشترط أن يكون أحد طرفي المعاملة مدفوعاً، ومن أراد أن يسلف، فعليه أن يسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم، وبالتالي لا يجوز تأخير وتأجيل قبض الثمن، فالاستلاف هو التقديم، وأنه إنما سمي سلفاً لما فيه من تسليم الثمن، فإن تأجل لم يكن سلفاً ولا يصح⁽¹⁾.

2 - البيع الآجل: هو: "بيع السلعة بثمن مؤجل يزيد عن ثمنها نقداً، وهو العقد العكسي لبيع السلم، حيث تنتقل ملكية السلعة إلى المشتري فور التسليم، ويصبح البائع دائئاً للمشتري بثمن المبيع"⁽²⁾.
وبالتالي فالبيع الآجل هو البيع الذي يؤجل فيه استحقاق ثمن السلعة المراد بيعها، بعد أجل معين سواء كان ذلك دفعة واحدة أو على دفعات وأقساط معينة، ويشترط لصحة البيع الآجل جملة من الشروط من أهمها⁽³⁾:

- أن يكون الثمن مؤجلاً ومعلومًا؛

- أن يسلم المبيع حالاً للمشتري؛

- ينبغي أن يكون الأجل معلومًا للطرفين.

ويعتبر البيع الآجل أحد الحلول التي تم اقتراحها كبديل شرعي للعقود الآجلة التي تُبرم في الأسواق المالية، والتي أجمع العلماء على حرمتها وهي بصورتها الحالية، لما فيها من مخالفات شرعية كثيرة، ك: بيع الدين بالدين، بيع الإنسان ما ليس عنده، المقامرة،.. الخ
وعليه، وبدل أن تكون كل من السلعة والثمن مؤجلين مع جهالة الثمن المؤجل المستحق الذي يلتزم المشتري بدفعه في موعد التصفية مهما كان هذا الثمن، وذلك كما هو معمول به، فيمكن وفق البيع الآجل أن يتم تسليم السلعة المراد بيعها، مع ضرورة معرفة وتحديد ثمنها وتأجيل سدادها في وقت لاحق مستقبلاً يتفق عليه الطرفان.

(1) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها - الأسهم والسندات -" مرجع سابق، ص: 109.

(2) - أميرة عبد اللطيف مشهور، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة مدبولي، مصر، 1990، ص: 342.

(3) - محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سابق، ص: 312.

المطلب الأول: العقود الآجلة

تُعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية وإحدى المشتقات المالية التي تُستخدم في إدارة التحوّط من المخاطر المالية، ولغرض الاستفادة من مزايا العقود الآجلة في الأسواق المالية الإسلامية ونظرًا لما يشوبها من مخالفات شرعية كثيرة، فإنّ الأمر يستدعي تعديلها وتنقيحها لتتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية أو البحث عن البدائل الشرعية المناسبة، بحيث تكون لهذه البدائل نفس الوظائف والمزايا التي تتمتع بها العقود الآجلة التقليدية، ولكن بقالب شرعي بعيد عن كل الشبهات والمخالفات الشرعية.

■ أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة؛

■ ثانيًا : العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية؛

■ ثالثًا : البدائل الشرعية للعقود الآجلة.

أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة

تُعد العقود الآجلة أقدم المشتقات المالية ظهورًا، تتميز بالعديد من الخصائص والمميزات التي تميّزها عن باقي المشتقات المالية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1 - مفهوم العقود الآجلة: هي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معيّن في تاريخ لاحق مستقبلاً يسمّى يوم التصفية، وبسعر محدد يسمّى "سعر التنفيذ"، ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي⁽¹⁾.

ومنذ بداية التعاقد يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة)، فالعقود الآجلة هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معًا لترتيب مبادلة أصل معيّن في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدّد مسبقًا وبسعر يحدّد مسبقًا أيضًا، فمنذ البداية يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي يتم على أساسه التبادل والتاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل⁽²⁾، ولذلك فشروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتواريخ الاستحقاق لا تكون موحدة بين جميع العقود، بل تحدّد عن طريق التفاوض بين الأطراف المعنية، حيث يتم التفاوض بين البائع والمشتري على الأمور التالية:

(1) - محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 363.

(2) - هوشيار معروف، مرجع سابق ص: 154.

- أ. مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف؛
 - ب. الكمية المطلوبة أو المراد بيعها؛
 - ج. طريقة ومكان التسليم؛
 - د. سعر البيع أو الشراء وطريقة السداد⁽¹⁾.
- 2 - خصائص العقود الآجلة: تختص العقود الآجلة بجملة من الخصائص، يمكن ذكر أهمها في ما يلي⁽²⁾:
- أ. تُبرم العقود الآجلة عادةً بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها؛
 - ب. العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أنّ العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما؛
 - ج. لا تتعلّق المخاطر في العقود الآجلة بطرف دون الآخر بل تمتد إلى طرفي العقد، حيث يتحمّل كل طرف مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته؛
 - د. تنظّم العقود الآجلة في أسواق مالية غير نظامية، وذلك عن طريق أجهزة وفي ما بين مؤسسات مالية ومصرفية كبيرة عادة، كما لا توجد لهذه العقود سوق ثانوية؛
 - هـ. تحدّد شروط العقود الآجلة من السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم؛
 - و. لا يتم تسوية العقد إلّا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق، والذي فيه يتحقّق إمّا الربح أو الخسارة؛
 - ز. يكون أمام المضارب في تاريخ التصفية ثلاثة خيارات:

(2) - كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص:7.

(2) - أنظر :

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص:156.
- أشرف محمد دواية، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص:59.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص:931.
- Frederic mishkin , "monnaie, banque et marchés financiers", 9^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2010 , p:19.
- John hull , "options future et autre actives drivés", 5^{eme} édition, Pearson éducation, France, 2004, p:03.

- يقوم المضارب بتسليم الأصل محل التعاقد تسليمًا فعليًا إن كان بائعًا ويتسلمه إن كان مشتريًا؛
- يقوم المضارب ببيع ما اشتراه ويشتري ما باعه ويستفيد من الفرق بين السعرين؛
- يقوم بتأجيل موعد التصفية إلى تاريخ لاحق مقابل دفع مبلغ معين يسمى بدل التأجيل.

ثانيًا: العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية

العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين: البائع والمشتري، بغرض شراء أو بيع أصل معين: سلعة أو عملة أو ورقة مالية، في تاريخ مستقبلي يعرف بتاريخ التصفية أو تاريخ التسوية، وبسعر متفق عليه بينهما عند إنشاء العقد، وعليه فإنّ هذه العقود تتضمن الأمور التالية:

1 - الأمر الأول: لا يترتب على هذه العقود لا تمليك ولا تملك ولا تسليم ولا تسلّم، فالثمن والمثمن مؤجلين إلى يوم التصفية، وبالتالي فهذه العقود لا تترتب عليها آثار العقد عند إنشائه بل يتم تأجيلها إلى يوم التصفية⁽¹⁾.

2 - الأمر الثاني: أغلب العقود الآجلة ونسبة 98% تجري على المكشوف، بمعنى أنّ البائع لا يمتلك الأصل المباع وقت إبرام العقد بل يقوم بشراء هذا الأصل في يوم التصفية أو قبله⁽²⁾.

ومّا سبق، يتبيّن أنّ العقود الآجلة التي لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، ويتأجل فيه تسليم الثمن والمثمن إلى يوم التصفية المحدّد لتنفيذ العقد، غير جائز شرعًا، وذلك لما يترتب عليها من⁽³⁾:

أ. تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، ذلك أنّ أغلب هذه العقود تتم على المكشوف، أي أنّ البائع يبيع أسهمًا لا يملكها على أمل أن تنخفض أسعارها في المستقبل، ليقوم

(1) - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين

النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص: 488.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 800.

(3) - أنظر :

■ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 814.

■ جمع الفقه الإسلامي الدولي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة السابعة، الجزء الأول، ص: 545.

■ سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة

بين النظم والوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 519.

بشرائها في هذا الوقت وتسليمها للمشتري، وفي هذا ارتكاب للمحظور ومخالفة صريحة منهي عنها لبيع الإنسان ما ليس عنده؛

ب. يتم في هذه العقود تأجيل تسليم المبيع وأيضاً تأجيل تسليم الثمن، أي تأجيل الثمن والمثمن، وهذا من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ المجمع على تحريمه؛

ج. يقوم المضارب عادةً بتأجيل مركزه إلى تاريخ لاحق إذا توقع تعرضه لخسارة في تاريخ التسفية، وذلك مقابل دفعه لمبلغ من المال يسمى **بدل التأجيل** لمن ينقل إليه مركزه، سواء كان مضارباً يرغب في تأجيل التسليم أو ممولاً يرغب في تجميع أمواله، وحيث أنّ بدل التأجيل يمثل زيادة مشروطة على أصل القرض محدّدة زمنًا ومقدارًا، يدفعها المستقرض أي المضارب للمقرض وهو الممول، وهو ما يعني أنّ بدل التأجيل بهذا المعنى يُعد من ربا النسيئة المجمع على تحريمه؛

د. في الغالب يكون البيع غير مقصود من قبل المتعاملين بهذا النوع من المعاملات، وغالبًا ما تنتهي هذه التعاملات بالمحاسبة على فروق الأسعار بين البائع والمشتري دون تسليم أو تسلّم الأصل، فإذا كان ذلك مشروطاً في العقد أو كان عرفاً معمولاً به، فهو رهان وقمار لعلم كل طرف أنّه وبإبرامه لهذا العقد فهو إما أن يغنم أو يغرم وهذا حقيقة القمار، أمّا إذا كان ذلك غير مشروط في العقد ففيه أيضًا معنى القمار لعلم الطرفين أنّ أحدهما خاسر لا محال وهذا هو معنى القمار؛

هـ. ضيف إلى ذلك أنّ القبض في هذه العقود ليس مقصوداً للمتعاقدين، ولذلك كان فيها التزامًا وشغلًا لذمة كل طرف منهما بالدين بلا فائدة إلاّ المخاطرة وانتظار الخسارة التي ستقع على أحدهما لا محالة، ولذلك فإنّ المتعاملين والمستثمرين في هذه السوق فالأصح والأنسب أن يُطلق عليهم المجازفون كما يرى عبد اللطيف الجناحي أو المقامرون كما يرى علي السالوس.

وما يدل على تحريم العقود الآجلة بصورتها الحالية أيضًا، قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي في دورته السابعة المنعقدة بمكة المكرمة سنة 1404 هـ، بما نصّه:

"إنّ العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية (البورصة) غير جائزة شرعًا، لأنّها تشمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتمادًا على أنّه سيشتريه فيما بعد ويسلّمه في الموعد المحدّد، وهذا منهي عنه شرعًا..."

ثالثاً: البدائل الشرعية للعقود الآجلة

من أهم البيوع والعقود التي أُقْتَرِحَتْ لتكون بديلاً شرعياً للعقود الآجلة ما يلي:

1 - بيع السلم: إذا كانت السلع مباحة شرعاً والعقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات نشاطها

مباح وأغراضها مشروعة، فإنّ العقود الآجلة في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقود بيع السلم الجائز شرعاً.

أ- شروط صحة عقد السلم: بيع السلم هو بيع شيء موصوف في الذمة، معلوم القدر، يتأخر تسليمه إلى أجلٍ معلوم بثمن حال يُدفع عند التعاقد، أي هو عقد يُوجب الملك في الثمن عاجلاً وفي الثمن أجلًا، ويُشترط لصحة عقد السلم ضرورة توافر الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن يكون الثمن معلوماً لطرفي العقد، وأن يكون حالاً ويسلم في مجلس العقد، ولا يجوز أن يكون ديناً في ذمة البائع أو غيره؛
- أن تكون السلعة محل البيع مما يمكن تحديد صفاتها، فالسلم عبارة عن بيع موصوف في الذمة ولا يعرف إلا بوصفه، وإذا تعدّر وصفه أصبح مجهولاً وبيع المجهول لا يصح؛
- معرفة وبيان صفات المبيع من حيث الجودة، الحجم، كذلك النوع؛
- أن يكون المبيع معلوم القدر، وذلك بأن يُذكر مقداره إمّا بالكيل أو بالوزن أو الذرع؛
- أن يكون المبيع ديناً أي في الذمة، وأن يكون مقدوراً على تسليمه، كما يجب تحديد مكان التسليم؛
- يجب تأجيل تسليم المبيع ولا بد أن يكون الأجل معلوماً، فالسلم لا يكون إلا مؤجلاً؛
- أن تكون السلعة المراد بيعها موجودة عند حلول موعد التسليم.

ب- أوجه التشابه والاختلاف بين عقد السلم والعقود الآجلة: من خلال ما سبق، يتّضح أنّ هناك

تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفين على التعاقد على بيع سلعة موصوفة في الذمة وصفاً مضبوطاً بثمن معلوم، يتأجل فيه تسليم هذه السلعة إلى أجل معلوم.

(1) - أنظر:

- محمود حسن صوان، "أساسيات العمل المصرفي الإسلامي"، دار وائل، الأردن، 2001، ص: 172.
- محمد عبد الحليم عمر، "الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 1998، ص: 19.

فكلا العقدين يشتركان في أهم التفاصيل مثل: تحديد تاريخ التسليم، التحديد الدقيق للسلعة، تحديد كميتها وسعرها وكيفية نقلها وتوصيلها... الخ، لكن ورغم هذا التشابه والتشارك بينهما، إلا أنَّهما يختلفان عن بعضهما في عدّة أمور أهمّها:

- لا يتم في العقود الآجلة دفع الثمن حالاً ومعهجلاً بل يقتصر على دفع نسبة منه، فكأنّ البديلين فيه مؤجلان، بينما يعتبر دفع الثمن حالاً وفي مجلس العقد شرطاً ضرورياً من شروط صحة بيع السلم؛
 - يقوم البيع في العقود الآجلة في أغلبه على بيع الإنسان ما اشتراه قبل أن يقبضه، وفي ذلك مخالفة منهي عنها لبيع الإنسان ما لا يملكه، وهذا على خلاف السلم الذي يشترط لصحته وجود البضاعة المتفق على كميتها ونوعها ومواصفاتها عند حلول أجل التسليم؛
 - في بيع السلم يكون الهدف الأساسي للمشتري هو الحصول على السلعة الموصوفة بالذمة المتفق عليها في الوقت المحدد، غير أن الهدف الوحيد للمتعاملين في الأسواق الآجلة هو تحقيق أرباح من فروقات الأسعار، ولذلك فأغلبها عمليات وهمية تقوم على المخاطرة والمقامرة.
- وفي هذا السياق، فقد نصّ قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي على ما يلي:
- " ليست العقود الآجلة في السوق المالية من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية وذلك للفرق بينهما من وجهين:

- في السوق المالية، لا يُدفع الثمن في العقود الآجلة في مجلس العقد، وإنما يؤجّل دفع الثمن إلى موعد التصفية، بينما يجب أن يُدفع الثمن في بيع السلم في مجلس العقد.
- في السوق المالية، تُباع السلعة المتعاقد عليها وهي في ذمة البائع الأول وقبل أن يحوزها المشتري الأول عدّة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق الأسعار بين البائعين والمشتريين غير الفعليين مخاطرةً منهم على الكسب والربح كالمقامرة سواء بسواء، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه".

ج- الشروط الشرعية لصحة العقود الآجلة: حتّى تكون العقود الآجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بد من توافر الشروط التالية:

- تسليم الثمن حالاً في مجلس العقد؛
- يقوم البائع بتوفير السلعة المباعة والمتفق عليها عند حلول أجل التسليم؛

- أن يكون هدف المشتري هو الحصول فعلاً على السلعة المتفق عليها، وأن يتجنب ويتفادى بيع سلع لم يقبضها ولم يملكها بعد.

فالشريعة الإسلامية لا تمنع من تغطية المخاطر، ولكن يشترط أن يكون أحد طرفي المعاملة مدفوعاً، ومن أراد أن يسلف، فعليه أن يسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم، وبالتالي لا يجوز تأخير وتأجيل قبض الثمن، فالاستلاف هو التقديم، وأنه إنما سمي سلفاً لما فيه من تسليم الثمن، فإن تأجل لم يكن سلفاً ولا يصح⁽¹⁾.

2 - البيع الآجل: هو: "بيع السلعة بثمن مؤجل يزيد عن ثمنها نقداً، وهو العقد العكسي لبيع السلم، حيث تنتقل ملكية السلعة إلى المشتري فور التسليم، ويصبح البائع دائناً للمشتري بثمن المبيع"⁽²⁾.
وبالتالي فالبيع الآجل هو البيع الذي يؤجل فيه استحقاق ثمن السلعة المراد بيعها، بعد أجل معين سواء كان ذلك دفعة واحدة أو على دفعات وأقساط معينة، ويشترط لصحة البيع الآجل جملة من الشروط من أهمها⁽³⁾:

- أن يكون الثمن مؤجلاً ومعلومًا؛

- أن يسلم المبيع حالاً للمشتري؛

- ينبغي أن يكون الأجل معلوماً للطرفين.

ويعتبر البيع الآجل أحد الحلول التي تم اقتراحها كبديل شرعي للعقود الآجلة التي تُبرم في الأسواق المالية، والتي أجمع العلماء على حرمتها وهي بصورتها الحالية، لما فيها من مخالفات شرعية كثيرة، ك: بيع الدين بالدين، بيع الإنسان ما ليس عنده، المقامرة،.. الخ
وعليه، وبدل أن تكون كل من السلعة والثمن مؤجلين مع جهالة الثمن المؤجل المستحق الذي يلتزم المشتري بدفعه في موعد التصفية مهما كان هذا الثمن، وذلك كما هو معمول به، فيمكن وفق البيع الآجل أن يتم تسليم السلعة المراد بيعها، مع ضرورة معرفة وتحديد ثمنها وتأجيل سدادها في وقت لاحق مستقبلاً يتفق عليه الطرفان.

(1) - ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها - الأسهم والسندات -" مرجع سابق، ص: 109.

(2) - أميرة عبد اللطيف مشهور، "الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مكتبة مدبولي، مصر، 1990، ص: 342.

(3) - محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سابق، ص: 312.

المبحث الثاني: التصكيك الإسلامي

يُعد موضوع التوريق من الموضوعات الحديثة في الفكر والتطبيق المالي المعاصر، وقد ازدهر وانتشر التعامل به مؤخرًا في أوساط المؤسسات المالية التقليدية، ونظرًا لفوائده ومنافعه الكثيرة والمتعددة خاصّة وأنّه يعتبر من أهم وسائل تنشيط الأسواق المالية في الأنظمة الاقتصادية الحديثة، كما أنّه يعمل على توفير التمويل والسيولة اللازمة للمؤسسات المالية والمشروعات، ناهيك عن أنّه يعمل على تجزئة وإدارة المخاطر وتحويل بعضها إلى طرف آخر، فقد بدأت المؤسسات المالية الإسلامية في تطبيقه تحت مسمى التصكيك للاستفادة من مزاياه على أن يتم ذلك وفقًا لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.

ولتوضيح ذلك يتم التطرّق للعناصر التالية:

- المطلب الأول : التوريق التقليدي؛
- المطلب الثاني : مفهوم وأهمية التصكيك الإسلامي؛
- المطلب الثالث: الفرق بين التوريق التقليدي والتصكيك الإسلامي.

المطلب الأول: التوريق التقليدي

يعتبر التوريق تقنية مالية حديثة تشارك فيها عدة أطراف ويتم وفق خطوات وإجراءات معينة وأساليب محدّدة، وللوقوف أكثر على هذه العملية يتم التطرّق للعناصر التالية:

- أولاً: مفهوم التوريق التقليدي؛
- ثانياً: أطراف عملية التوريق التقليدي؛
- ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي؛
- رابعاً: أساليب التوريق التقليدي؛
- خامساً: التكيف الفقهي لعملية التوريق التقليدي.

أولاً: مفهوم التوريق التقليدي

يُقصد بمصطلح التوريق بشكل عام، تقسيم الأصول سواء كانت عينية أو نقدية أو ديون إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة، وتوثيقها بأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، ممّا يسهّل على حملة تلك الوثائق تسيلها وتحويلها إلى ورق أو نقود من خلال بيعها في السوق⁽¹⁾. ورغم استخدام مصطلح التوريق في الكتابات المعاصرة بهذا المعنى العام والشامل لكل الأصول، إلّا أنّ الاستخدام الدقيق لهذا المصطلح حسب ما يظهر من التعريفات القانونية ينحصر فقط في توريق الديون الخاصة الناشئة عن القروض.

وبعني لفظ التوريق في أبسط صوره: "الحصول على الأموال استناداً إلى الديون المصرفية القائمة من خلال خلق أصول مالية جديدة، أي أنّه يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى مقرضين آخرين"⁽²⁾، و هو ما يطلق عليه التمويل المالي.

فمن خلال آلية التوريق يتم بيع الأصول المالية (قروض، ذمم، ديون...) التي تملكها المصارف أو الشركات، إلى منشأة ذات غرض خاص تسمّى شركة التوريق (SPV)، لتحويلها من أصول ذات سيولة منخفضة إلى أصول مالية جديدة (السندات) ذات سيولة مرتفعة وقابلة للتداول في الأسواق المالية بضمان

(1) - عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 03.

(2) - حسين فتحي عثمان، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 13.

هذه الأصول (القروض أو الذمم أو الديون)، مع الالتزام بسداد أصل الدين والفوائد في تاريخ الاستحقاق⁽¹⁾.

إنّ كل من يؤدي دورًا في عملية التوريق يعتبر طرفًا فيها، سواء كان من الأطراف الرئيسة أو الأطراف المساعدة، وذلك كما يلي:

ب- المصدر: تكون عادةً منشأة ذات غرض خاص (SPV)، وهي عبارة عن كيان اقتصادي مستقل عن المنشئ، يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من المنشئ بمبلغ أقل من قيمتها الأصلية لتقوم بإصدار أوراق مالية وبيعها للمستثمرين بالقيمة الكاملة للأصل، كما تتولى خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية⁽³⁾، ويُعد وجود مثل هذه المنشأة أمرًا في غاية الأهمية لإتمام عملية التوريق، فإذا لم تكن هذه المنشأة موجودة أصلاً فيتعيّن على المنشئ إنشاؤها.

(1) - محمد زيدان إبراهيم، "القياس والإفصاح المحاسبي عن عمليات التوريق في ضوء المعايير المحاسبية بالبنوك التجارية"، مجلة آفاق جديدة، العدد: 03-04، مصر، 2004، ص: 16.

د- محفظة التوريق: يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يُستخدم لسداد مستحقات حملة الأوراق المالية (السندات)، حيث يتم في تاريخ الاستحقاق استرداد قيمة السند فضلاً عن العوائد التي تحققها⁽¹⁾.

2 - الأطراف المساعدة في عملية التوريق: تتمثل الأطراف المساعدة التي تشترك في عملية التوريق في:

أ- شركات التصنيف الائتماني: يُعتبر التصنيف الائتماني في غاية الأهمية، ولا يُتصور نجاح إصدار ورقة مالية معينة دون تصنيف، ويُقصد به قياس الجودة الائتمانية، أي قدرة المدين على الوفاء بأقساط الدين في التواريخ المحددة لها، وتقوم بالتصنيف مؤسسات متخصصة تقوم بتجميع المعلومات المتعلقة بمؤسسة مالية أو ورقة مالية مطروحة للتداول وتحليلها⁽²⁾، وإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للورقة المالية المطروحة، وما تتمتع به من ضمانات وتنطوي عليه من مخاطر.

ونظراً لأهميتها فتشترط القوانين المنظمة للتوريق ضرورة حصول الأصول محل التوريق على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها⁽³⁾، وعليه فإن وظيفة هذه الشركات هو تحديد مدى قدرة الشركة المنشأة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.

ب- شركة خدمة الدين: وهي الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين وتسليم الأموال المحصلة إلى شركة التوريق (SPV)، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها المتفق عليها، وقد يكون المنشئ أو المورق الأصلي هو المسؤول عن خدمة الدين وقد يكون جهة أخرى⁽⁴⁾.

ج- أمين المحفظة: يقوم أمين المحفظة بدور هام في حماية حقوق حملة سندات التوريق، حيث يقوم بـ:

- إدارة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها؛

- مراجعة ومراقبة المحفظة بشكل دوري؛

(1) - ماجدة احمد إسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحديات الدولية ومعايير حكومة الشركات وتفعيل نشاط

التوريق"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية و البورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 61.

(2) - محمد علي القرني، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 07.

(3) - محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 08.

(4) - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 317.

– تقديم تقرير دوري عن المحافظة للمستثمرين؛

– تنفيذ الإجراءات القانونية في حالة عدم السداد.. الخ

د- ضامنو الاكتتاب: قد يكون ضامنو الاكتتاب شركة أو مصرف استثمار، يقوم بعملية الطرح العام أو الخاص لسندات التوريق، والتعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع السندات المطروحة، والالتزام بتغطية السندات التي لم يُكتب فيها.

هذا، بالإضافة إلى أطرافٍ أخرى تشترك في عملية التوريق، كالمستشار القانوني والمستشار المحاسبي ومراقبي الحسابات .

ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي

تتم عملية التوريق حسب الخطوات والمراحل التالية⁽¹⁾:

1. لا بد من تملك المنشئ لأصلٍ تتوفّر فيه شروط معيّنة حتى يتسنى توريقه، من حيث كونه يدر دخلاً مستمراً ومنظماً، وله موعد استحقاق متوسط أو طويل الأجل، وتتوفّر له الضمانات الكافية؛
2. يقوم المنشئ بحصر وتجميع وفرز الأصول المتنوعة والمراد توريقها: القروض، الأعيان المؤجرة، في حزمة واحدة، تتشابه فيها معدلات العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق، أمّا إذا كان الدين على جهة واحدة مثل الديون على الحكومات فهي تمثّل حزمة أو مجموعة بذاتها؛
3. يتم تقييم الأصل المراد توريقه لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيورق بها؛
4. يتم التقييم بواسطة إحدى وكالات التصنيف الائتماني لتحديد الجدارة الائتمانية، وللمقترض في حالة الديون ومستوى العائد في حالة أصول المشاركات والإجازات، ومدى كفاءة الشركاء وانتظام المستأجرين في سداد مستحققاتهم؛

(1) – أنظر :

- محمد إبراهيم نقاشي، مرجع سابق، ص: 56.
- علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 27.
- محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 09.
- علي محي الدين القرة داغي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 04.
- Adam mathif and abdulkader Thomas, " Islamic bonds: your guide to issuing structuring and investing in sukuk", euromoney books ,London ,2004 , p: 56.

5. إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحققاتهم، سواء كانوا مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو أي جهة أخرى، حيث لا بد أن تستند الديون محل التوريق إلى تعزيزات إضافية يمكن من خلالها تقليل المخاطر وزيادة جاذبيتها للمستثمرين؛

6. يتم تحويل ونقل الأصول محل التوريق إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، مع الاتفاق على كيفية تحويل الأصل حسب أحد أساليب التوريق الثلاث، والاتفاق على المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول؛ تتم بعد ذلك مختلف الإجراءات القانونية لنقل الأصول والديون محل التوريق ورواتها وضماناتها، إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بإجراءات الإصدار؛ والتي تقوم بـ:

أ. بعد انتقال الأصول من المنشئ إلى شركة التوريق (SPV)، تقوم هذه الأخيرة بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات بحيث تلبي حاجات ورغبات المستثمرين، فغالبًا ما تضم هذه الأصول أنواع متعددة ويُصنف كل نوع في وحدة مستقلة، مثل: وحدة القروض، وحدة الأعيان المؤجرة، ويمكن تقسيم كل وحدة إلى وحدات أصغر كأن تقسم وحدة القروض إلى وحدة القروض السكنية؛

ب. تقوم شركة التوريق (SPV) بإصدار أوراق مالية الممثلة للأصل، تكون غالبًا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الأصول محل التوريق، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، ومن أهم الجهات التي تستثمر أموالها في شراء هذه الأوراق: صناديق التأمينات والمعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية، فضلاً عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة؛

ج. تقوم شركة التوريق (SPV) بتسديد قيمة الأصل محل التوريق للمنشئ، وذلك إما من حصيلة بيع سندات التوريق، أو من خلال لجوئها للاقتراض لتمويل شراء السندات، مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة هذا القرض؛

٥. يتعيّن على المنشئ للتوريد وشركة التوريد (SPV) ضرورة الاتفاق على التوفيق بين تواريخ استحقاق التدفقات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، كما يتعيّن عليهم أيضاً الحرص على ضرورة التوفيق بين قيمة الفوائد المقررة على الديون الأصلية، والفوائد على سندات التوريد التي بحوزة المستثمرين؛
7. اختيار الجهة التي ستقوم بخدمة الأوراق المالية، لتقوم بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة هذه الأوراق؛
8. يتم إطفاء الصكوك ودفع قيمتها الاسمية في التواريخ وبالطريقة التي تحددها وتوضّحها نشرة الإصدار، وهناك طريقتان لعملية الإطفاء:
- أ. تكوين مخصّص يدفع مرّة واحدة لجميع حملة الصكوك في تاريخ الاستحقاق؛
- ب. الدفع الدوري والتدريجي برد جزء من قيمتها إلى غاية تاريخ الاستحقاق.
9. يمكن لحملة الأوراق من المستثمرين بيع هذه الأوراق في السوق المالية، إمّا بنفس سعر شرائها أو أكثر أو أقل حسب أسعارها في السوق؛
10. تنتهي العملية عند حلول أجل استحقاق الأوراق المالية، وفي حالة تأخّر أو توقف الملتزمين بالأصل المورّق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد، تقوم الجهة الضامنة بالسداد للمستثمرين.

رابعاً: أساليب التوريد التقليدي

إنّ عملية تحويل أو نقل الأصول محل التوريد من المصدر الأصلي إلى شركة التوريد (SPV) يتم بأحد الأساليب الثلاث التالية:

- 1 - أسلوب استبدال الدين: هو أسلوب يتم بموجبه الاستبدال الفعلي للحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، حيث يتم وفقاً لهذا الأسلوب تغيير الدائن واستبداله، بحيث تحل المنشأة ذات الغرض الخاص محل الدائن الأصلي أي المصدر الأصلي، ويترتب على ذلك انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين، ونشوء التزام جديد مكانه⁽¹⁾، فينتقل الدين من المصدر الأصلي بصفاته (القيمة ونوع العملة) و توابعه

(1) - أحمد سفر، "التوريد وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 101.

(الفوائد والأقساط) وضماناته إلى شركة التوريق بقيمة أقل من الدين، لتتولى بذلك توزيعه وطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام.

وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب، في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى أوراق مالية⁽¹⁾.

2 - أسلوب التنازل: هو أسلوب يتم بموجبه التنازل عن الموجودات لصالح الدائنين أو المقرضين، وقد شاع استخدام هذا الأسلوب في توزيع الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي إطار عقدي الإيجار والشراء يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي، الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات يكون متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين⁽²⁾.

3 - أسلوب المشاركة الجزئية: هو أسلوب يتم بموجبه بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى المصرف المشارك أو المصرف القائد، وهو مصرف متخصص بشراء الذمم المدينة وتحويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية إذا ما عجز المدين عن التسديد، ولأجل ذلك ينبغي على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، وهناك طرق أخرى لحماية مشتري الدين منها مثلاً حصوله على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الدين كوصي عليها⁽³⁾.

خامساً: التكييف الفقهي لعملية التوريق التقليدي

إنّ التوريق الذي يتم في المعاملات التقليدية إنما يتعلّق بالديون في الذمة: قروضاً، أو مستحقات آجلة أو من بيع آجل، وهو ما يظهر جلياً في القوانين المنظمة للتوريق في مختلف دول العالم، وهو ما يتفق مع طبيعة الأصول والموجودات في المؤسسات المالية التقليدية، حيث أنّ مجموعة الديون أو القروض للعملاء تمثل أكبر بند في أصول المؤسسات التقليدية لأنها تمثل النشاط الرئيسي لها، وهي التي تنطبق عليها متطلبات التوريق، كما أنّها البند الوحيد الذي يكون محلاً للتوريق.

(1) - محمد عبد اللطيف بدوي، "التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية

والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 19.

(2) - خالد أمين عبد الله، "الخلفية العلمية والعملية للتوريق"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 45.

(3) - المرجع السابق، ص: 45-46.

وعليه، فإنّ عملية التوريق كما سلف ذكرها لا تجوز شرعاً، وهذا ليس راجع إلى مضمون فكرة التوريق بل مرده إلى أنّ الأصول التي يجري توريقها هي الديون، ومن أهم الاعتراضات الشرعية على عملية التوريق للديون ما يلي⁽¹⁾:

1. أنّ هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا بعينه؛
 2. أنّ توريق الديون يتم من خلال بيعها، وبيع الدين إلى غير المدين غير جائز شرعاً؛
 3. يتم في عملية التوريق بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم، وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنّه من الربا؛
 4. وفي حالة إجازة بيع الدين لغير من هو عليه، يُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون الدين حالاً، والديون التي يجري توريقها مؤجلة.
- وبالتالي، فإنّ الأصول التي لا يجوز توريقها هي الديون والأعيان المحرّمة شرعاً، في حين يمكن ويجوز تصكيك الأعيان والمنافع والخدمات.
- والجدير بالذكر أنّ المنافع والفوائد التي تتحقّق من عملية التوريق كثيرة ومتعدّدة، ولا يلزم للاستفادة منها إتباع المحرّمات، بل يجب نقل العملية من الحظر إلى الإباحة، وذلك بأن يكون محل البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل مُدِراً للتدفقات النقدية إلى غير ذلك من الشروط والضوابط الشرعية التي تتم في إطار ما يعرف بالتصكيك الإسلامي.

(1) - أنظر :

- اختر زيني عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 06.
- محمد علي القري، "الصكوك الإسلامية: الجوانب الفنية والشرعية"، بحث مقدم إلى البنك الأهلي التجاري، ص: 51.
- محمد عبد الحليم عمره، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 15.

المطلب الأول: التوريق التقليدي

يعتبر التوريق تقنية مالية حديثة تشارك فيها عدة أطراف ويتم وفق خطوات وإجراءات معينة وأساليب محدّدة، وللوقوف أكثر على هذه العملية يتم التطرّق للعناصر التالية:

- أولاً: مفهوم التوريق التقليدي؛
- ثانياً: أطراف عملية التوريق التقليدي؛
- ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي؛
- رابعاً: أساليب التوريق التقليدي؛
- خامساً: التكيف الفقهي لعملية التوريق التقليدي.

أولاً: مفهوم التوريق التقليدي

يُقصد بمصطلح التوريق بشكل عام، تقسيم الأصول سواء كانت عينية أو نقدية أو ديون إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة، وتوثيقها بأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، ممّا يسهّل على حملة تلك الوثائق تسيلها وتحويلها إلى ورق أو نقود من خلال بيعها في السوق⁽¹⁾. ورغم استخدام مصطلح التوريق في الكتابات المعاصرة بهذا المعنى العام والشامل لكل الأصول، إلّا أنّ الاستخدام الدقيق لهذا المصطلح حسب ما يظهر من التعريفات القانونية ينحصر فقط في توريق الديون الخاصة الناشئة عن القروض.

وبعني لفظ التوريق في أبسط صوره: "الحصول على الأموال استناداً إلى الديون المصرفية القائمة من خلال خلق أصول مالية جديدة، أي أنّه يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى مقرضين آخرين"⁽²⁾، و هو ما يطلق عليه التمويل المالي.

فمن خلال آلية التوريق يتم بيع الأصول المالية (قروض، ذمم، ديون...) التي تملكها المصارف أو الشركات، إلى منشأة ذات غرض خاص تسمّى شركة التوريق (SPV)، لتحويلها من أصول ذات سيولة منخفضة إلى أصول مالية جديدة (السندات) ذات سيولة مرتفعة وقابلة للتداول في الأسواق المالية بضمان

(1) - عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 03.

(2) - حسين فتحي عثمان، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 13.

د- محفظة التوريق: يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يُستخدم لسداد مستحقات حملة الأوراق المالية (السندات)، حيث يتم في تاريخ الاستحقاق استرداد قيمة السند فضلاً عن العوائد التي تحققها⁽¹⁾.

2 - الأطراف المساعدة في عملية التوريق: تتمثل الأطراف المساعدة التي تشترك في عملية التوريق في:

أ- شركات التصنيف الائتماني: يُعتبر التصنيف الائتماني في غاية الأهمية، ولا يُتصور نجاح إصدار ورقة مالية معينة دون تصنيف، ويُقصد به قياس الجودة الائتمانية، أي قدرة المدين على الوفاء بأقساط الدين في التواريخ المحددة لها، وتقوم بالتصنيف مؤسسات متخصصة تقوم بتجميع المعلومات المتعلقة بمؤسسة مالية أو ورقة مالية مطروحة للتداول وتحليلها⁽²⁾، وإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للورقة المالية المطروحة، وما تتمتع به من ضمانات وتنطوي عليه من مخاطر.

ونظراً لأهميتها فتشترط القوانين المنظمة للتوريق ضرورة حصول الأصول محل التوريق على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها⁽³⁾، وعليه فإن وظيفة هذه الشركات هو تحديد مدى قدرة الشركة المنشأة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.

ب- شركة خدمة الدين: وهي الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين وتسليم الأموال المحصّلة إلى شركة التوريق (SPV)، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها المتفق عليها، وقد يكون المنشئ أو المورق الأصلي هو المسؤول عن خدمة الدين وقد يكون جهة أخرى⁽⁴⁾.

ج- أمين المحفظة: يقوم أمين المحفظة بدور هام في حماية حقوق حملة سندات التوريق، حيث يقوم بـ:

- إدارة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها؛

- مراجعة ومراقبة المحفظة بشكل دوري؛

(1) - ماجدة احمد إسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحديات الدولية ومعايير حكومة الشركات وتفعيل نشاط

التوريق"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية و البورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 61.

(2) - محمد علي القرني، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 07.

(3) - محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 08.

(4) - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 317.

– تقديم تقرير دوري عن المحافظة للمستثمرين؛

– تنفيذ الإجراءات القانونية في حالة عدم السداد.. الخ

د- ضامنو الاكتتاب: قد يكون ضامنو الاكتتاب شركة أو مصرف استثمار، يقوم بعملية الطرح العام أو الخاص لسندات التوريق، والتعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع السندات المطروحة، والالتزام بتغطية السندات التي لم يُكتب فيها.

هذا، بالإضافة إلى أطرافٍ أخرى تشترك في عملية التوريق، كالمستشار القانوني والمستشار المحاسبي ومراقبي الحسابات .

ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي

تتم عملية التوريق حسب الخطوات والمراحل التالية⁽¹⁾:

1. لا بد من تملك المنشئ لأصلٍ تتوفّر فيه شروط معيّنة حتى يتسنى توريقه، من حيث كونه يدر دخلاً مستمراً ومنظماً، وله موعد استحقاق متوسط أو طويل الأجل، وتتوفّر له الضمانات الكافية؛
2. يقوم المنشئ بحصر وتجميع وفرز الأصول المتنوعة والمراد توريقها: القروض، الأعيان المؤجرة، في حزمة واحدة، تتشابه فيها معدلات العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق، أمّا إذا كان الدين على جهة واحدة مثل الديون على الحكومات فهي تمثّل حزمة أو مجموعة بذاتها؛
3. يتم تقييم الأصل المراد توريقه لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيورق بها؛
4. يتم التقييم بواسطة إحدى وكالات التصنيف الائتماني لتحديد الجدارة الائتمانية، وللمقترض في حالة الديون ومستوى العائد في حالة أصول المشاركات والإجازات، ومدى كفاءة الشركاء وانتظام المستأجرين في سداد مستحققاتهم؛

(1) – أنظر :

- محمد إبراهيم نقاشي، مرجع سابق، ص: 56.
- علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 27.
- محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 09.
- علي محي الدين القرة داغي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 04.
- Adam mathif and abdulkader Thomas, " Islamic bonds: your guide to issuing structuring and investing in sukuk", euromoney books ,London ,2004 , p: 56.

5. إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحققاتهم، سواء كانوا مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو أي جهة أخرى، حيث لا بد أن تستند الديون محل التوريق إلى تعزيزات إضافية يمكن من خلالها تقليل المخاطر وزيادة جاذبيتها للمستثمرين؛

6. يتم تحويل ونقل الأصول محل التوريق إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، مع الاتفاق على كيفية تحويل الأصل حسب أحد أساليب التوريق الثلاث، والاتفاق على المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول؛ تتم بعد ذلك مختلف الإجراءات القانونية لنقل الأصول والديون محل التوريق وrehونها وضماناتها، إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بإجراءات الإصدار؛ والتي تقوم بـ:

أ. بعد انتقال الأصول من المنشئ إلى شركة التوريق (SPV)، تقوم هذه الأخيرة بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات بحيث تلبي حاجات ورغبات المستثمرين، فغالبًا ما تضم هذه الأصول أنواع متعددة ويُصنف كل نوع في وحدة مستقلة، مثل: وحدة القروض، وحدة الأعيان المؤجرة، ويمكن تقسيم كل وحدة إلى وحدات أصغر كأن تقسم وحدة القروض إلى وحدة القروض السكنية؛

ب. تقوم شركة التوريق (SPV) بإصدار أوراق مالية الممثلة للأصل، تكون غالبًا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الأصول محل التوريق، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، ومن أهم الجهات التي تستثمر أموالها في شراء هذه الأوراق: صناديق التأمينات والمعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية، فضلاً عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة؛

ج. تقوم شركة التوريق (SPV) بتسديد قيمة الأصل محل التوريق للمنشئ، وذلك إما من حصيلة بيع سندات التوريق، أو من خلال لجوئها للاقتراض لتمويل شراء السندات، مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة هذا القرض؛

٥. يتعيّن على المنشئ للتوريد وشركة التوريد (SPV) ضرورة الاتفاق على التوفيق بين تواريخ استحقاق التدفقات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، كما يتعيّن عليهم أيضاً الحرص على ضرورة التوفيق بين قيمة الفوائد المقررة على الديون الأصلية، والفوائد على سندات التوريد التي بحوزة المستثمرين؛
7. اختيار الجهة التي ستقوم بخدمة الأوراق المالية، لتقوم بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة هذه الأوراق؛
8. يتم إطفاء الصكوك ودفع قيمتها الاسمية في التواريخ وبالطريقة التي تحددها وتوضحها نشرة الإصدار، وهناك طريقتان لعملية الإطفاء:
- أ. تكوين مخصّص يدفع مرّة واحدة لجميع حملة الصكوك في تاريخ الاستحقاق؛
- ب. الدفع الدوري والتدريجي برد جزء من قيمتها إلى غاية تاريخ الاستحقاق.
9. يمكن لحملة الأوراق من المستثمرين بيع هذه الأوراق في السوق المالية، إمّا بنفس سعر شرائها أو أكثر أو أقل حسب أسعارها في السوق؛
10. تنتهي العملية عند حلول أجل استحقاق الأوراق المالية، وفي حالة تأخر أو توقف الملتزمين بالأصل المورق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد، تقوم الجهة الضامنة بالسداد للمستثمرين.

رابعاً: أساليب التوريد التقليدي

إنّ عملية تحويل أو نقل الأصول محل التوريد من المصدر الأصلي إلى شركة التوريد (SPV) يتم بأحد الأساليب الثلاث التالية:

- 1 - أسلوب استبدال الدين: هو أسلوب يتم بموجبه الاستبدال الفعلي للحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، حيث يتم وفقاً لهذا الأسلوب تغيير الدائن واستبداله، بحيث تحل المنشأة ذات الغرض الخاص محل الدائن الأصلي أي المصدر الأصلي، ويترتب على ذلك انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين، ونشوء التزام جديد مكانه⁽¹⁾، فينتقل الدين من المصدر الأصلي بصفاته (القيمة ونوع العملة) و توابعه

(1) - أحمد سفر، "التوريد وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 101.

(الفوائد والأقساط) وضمائنه إلى شركة التوريق بقيمة أقل من الدين، لتتولى بذلك توريقه وطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام.

وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب، في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى أوراق مالية⁽¹⁾.

2 - أسلوب التنازل: هو أسلوب يتم بموجبه التنازل عن الموجودات لصالح الدائنين أو المقرضين، وقد شاع استخدام هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي إطار عقدي الإيجار والشراء يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي، الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات يكون متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين⁽²⁾.

3 - أسلوب المشاركة الجزئية: هو أسلوب يتم بموجبه بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى المصرف المشارك أو المصرف القائد، وهو مصرف متخصص بشراء الذمم المدينة وتحويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية إذا ما عجز المدين عن التسديد، ولأجل ذلك ينبغي على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، وهناك طرق أخرى لحماية مشتري الدين منها مثلاً حصوله على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الدين كوصي عليها⁽³⁾.

خامساً: التكييف الفقهي لعملية التوريق التقليدي

إنّ التوريق الذي يتم في المعاملات التقليدية إنما يتعلق بالديون في الذمة: قروضاً، أو مستحقات آجلة أو من بيع آجل، وهو ما يظهر جلياً في القوانين المنظمة للتوريق في مختلف دول العالم، وهو ما يتفق مع طبيعة الأصول والموجودات في المؤسسات المالية التقليدية، حيث أنّ مجموعة الديون أو القروض للعملاء تمثل أكبر بند في أصول المؤسسات التقليدية لأنها تمثل النشاط الرئيسي لها، وهي التي تنطبق عليها متطلبات التوريق، كما أنّها البند الوحيد الذي يكون محلاً للتوريق.

(1) - محمد عبد اللطيف بدوي، "التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية

والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 19.

(2) - خالد أمين عبد الله، "الخلفية العلمية والعملية للتوريق"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 45.

(3) - المرجع السابق، ص: 45-46.

وعليه، فإنّ عملية التوريق كما سلف ذكرها لا تجوز شرعاً، وهذا ليس راجع إلى مضمون فكرة التوريق بل مرده إلى أنّ الأصول التي يجري توريقها هي الديون، ومن أهم الاعتراضات الشرعية على عملية التوريق للديون ما يلي⁽¹⁾:

1. أنّ هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا بعينه؛
 2. أنّ توريق الديون يتم من خلال بيعها، وبيع الدين إلى غير المدين غير جائز شرعاً؛
 3. يتم في عملية التوريق بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم، وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنّه من الربا؛
 4. وفي حالة إجازة بيع الدين لغير من هو عليه، يُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون الدين حالاً، والديون التي يجري توريقها مؤجلة.
- وبالتالي، فإنّ الأصول التي لا يجوز توريقها هي الديون والأعيان المحرّمة شرعاً، في حين يمكن ويجوز تصكيك الأعيان والمنافع والخدمات.
- والجدير بالذكر أنّ المنافع والفوائد التي تتحقّق من عملية التوريق كثيرة ومتعدّدة، ولا يلزم للاستفادة منها إتباع المحرّمات، بل يجب نقل العملية من الحظر إلى الإباحة، وذلك بأن يكون محل البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل مُدِراً للتدفقات النقدية إلى غير ذلك من الشروط والضوابط الشرعية التي تتم في إطار ما يعرف بالتصكيك الإسلامي.

(1) - أنظر :

- اختر زيني عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 06.
- محمد علي القري، "الصكوك الإسلامية: الجوانب الفنية والشرعية"، بحث مقدم إلى البنك الأهلي التجاري، ص: 51.
- محمد عبد الحليم عمره، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 15.

المطلب الأول: التوريق التقليدي

يعتبر التوريق تقنية مالية حديثة تشارك فيها عدة أطراف ويتم وفق خطوات وإجراءات معينة وأساليب محدّدة، وللوقوف أكثر على هذه العملية يتم التطرّق للعناصر التالية:

- أولاً: مفهوم التوريق التقليدي؛
- ثانياً: أطراف عملية التوريق التقليدي؛
- ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي؛
- رابعاً: أساليب التوريق التقليدي؛
- خامساً: التكيف الفقهي لعملية التوريق التقليدي.

أولاً: مفهوم التوريق التقليدي

يُقصد بمصطلح التوريق بشكل عام، تقسيم الأصول سواء كانت عينية أو نقدية أو ديون إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة، وتوثيقها بأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، ممّا يسهّل على حملة تلك الوثائق تسيلها وتحويلها إلى ورق أو نقود من خلال بيعها في السوق⁽¹⁾. ورغم استخدام مصطلح التوريق في الكتابات المعاصرة بهذا المعنى العام والشامل لكل الأصول، إلّا أنّ الاستخدام الدقيق لهذا المصطلح حسب ما يظهر من التعريفات القانونية ينحصر فقط في توريق الديون الخاصة الناشئة عن القروض.

وبعني لفظ التوريق في أبسط صوره: "الحصول على الأموال استناداً إلى الديون المصرفية القائمة من خلال خلق أصول مالية جديدة، أي أنّه يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى مقرضين آخرين"⁽²⁾، و هو ما يطلق عليه التمويل المالي.

فمن خلال آلية التوريق يتم بيع الأصول المالية (قروض، ذمم، ديون...) التي تملكها المصارف أو الشركات، إلى منشأة ذات غرض خاص تسمّى شركة التوريق (SPV)، لتحويلها من أصول ذات سيولة منخفضة إلى أصول مالية جديدة (السندات) ذات سيولة مرتفعة وقابلة للتداول في الأسواق المالية بضمان

(1) - عبد الباري مشعل، مرجع سابق، ص: 03.

(2) - حسين فتحي عثمان، "بحوث في التوريق وإدارة الموجودات والمطلوبات والرهونات العقارية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 13.

هذه الأصول (القروض أو الذمم أو الديون)، مع الالتزام بسداد أصل الدين والفوائد في تاريخ الاستحقاق⁽¹⁾.

وبالتالي، ومن خلال آلية التوريق يتم تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويلها من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

ثانيًا: أطراف عملية التوريق التقليدي

إنّ كل من يؤدي دورًا في عملية التوريق يعتبر طرفًا فيها، سواء كان من الأطراف الرئيسة أو الأطراف المساعدة، وذلك كما يلي:

1 - الأطراف الرئيسة في عملية التوريق: تتمثل الأطراف الرئيسة التي تشترك في عملية التوريق في:

أ- المنشئ (المورق الأصلي): وهو المنشأة أو المصرف الذي يريد توريق أصوله، ويُطلق عليه اسم البادئ أو المنشئ للتوريق، أو المقرض الأصلي، وهو الذي لديه قروض أو ديون أو مستحقات مالية في ذمة الآخرين، أو مالكا للأصول محل التوريق⁽²⁾.

ب- المصدر: تكون عادةً منشأة ذات غرض خاص (SPV)، وهي عبارة عن كيان اقتصادي مستقل عن المنشئ، يتم تحويل الأصول محل التوريق إليها من المنشئ بمبلغ أقل من قيمتها الأصلية لتقوم بإصدار أوراق مالية وبيعها للمستثمرين بالقيمة الكاملة للأصل، كما تتولى خدمة وضمان مستحقات حملة الأوراق المالية⁽³⁾، ويُعد وجود مثل هذه المنشأة أمرًا في غاية الأهمية لإتمام عملية التوريق، فإذا لم تكن هذه المنشأة موجودة أصلاً فيتعيّن على المنشئ إنشاؤها.

ج- المستثمرون: وهم من يقوم بعملية شراء الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب في الأصول المورقة بغرض الاستثمار فيها، سواء كانوا أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية.

(1) - محمد زيدان إبراهيم، "القياس والإفصاح المحاسبي عن عمليات التوريق في ضوء المعايير المحاسبية بالبنوك التجارية"، مجلة آفاق جديدة، العدد: 03-04، مصر، 2004، ص: 16.

(2) - محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 08.

(3) - علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 24.

د- محفظة التوريق: يتم تحصيل الحقوق المالية والعائد عليها وإيداع المتحصلات بحساب خاص يُستخدم لسداد مستحقات حملة الأوراق المالية (السندات)، حيث يتم في تاريخ الاستحقاق استرداد قيمة السند فضلاً عن العوائد التي تحققها⁽¹⁾.

2 - الأطراف المساعدة في عملية التوريق: تتمثل الأطراف المساعدة التي تشترك في عملية التوريق في:

أ- شركات التصنيف الائتماني: يُعتبر التصنيف الائتماني في غاية الأهمية، ولا يُتصور نجاح إصدار ورقة مالية معينة دون تصنيف، ويُقصد به قياس الجودة الائتمانية، أي قدرة المدين على الوفاء بأقساط الدين في التواريخ المحددة لها، وتقوم بالتصنيف مؤسسات متخصصة تقوم بتجميع المعلومات المتعلقة بمؤسسة مالية أو ورقة مالية مطروحة للتداول وتحليلها⁽²⁾، وإجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية والمالية للورقة المالية المطروحة، وما تتمتع به من ضمانات وتنطوي عليه من مخاطر.

ونظراً لأهميتها فتشترط القوانين المنظمة للتوريق ضرورة حصول الأصول محل التوريق على شهادة بالتصنيف الائتماني لمحفظة التوريق التي تصدر السندات في مقابلها⁽³⁾، وعليه فإن وظيفة هذه الشركات هو تحديد مدى قدرة الشركة المنشأة للسندات على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات.

ب- شركة خدمة الدين: وهي الجهة القائمة على التحصيل الدوري للدين وتسليم الأموال المحصّلة إلى شركة التوريق (SPV)، لتقوم بسداد حقوق المستثمرين في مواعيدها المتفق عليها، وقد يكون المنشئ أو المورق الأصلي هو المسؤول عن خدمة الدين وقد يكون جهة أخرى⁽⁴⁾.

ج- أمين المحفظة: يقوم أمين المحفظة بدور هام في حماية حقوق حملة سندات التوريق، حيث يقوم بـ:

- إدارة محفظة الأصول والضمانات المتعلقة بها؛

- مراجعة ومراقبة المحفظة بشكل دوري؛

(1) - ماجدة احمد إسماعيل شلبي، "تطور أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحديات الدولية ومعايير حكومة الشركات وتفعيل نشاط

التوريق"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية و البورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 61.

(2) - محمد علي القرني، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص: 07.

(3) - محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 08.

(4) - محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 317.

– تقديم تقرير دوري عن المحفظة للمستثمرين؛

– تنفيذ الإجراءات القانونية في حالة عدم السداد.. الخ

د- ضامنو الاكتتاب: قد يكون ضامنو الاكتتاب شركة أو مصرف استثمار، يقوم بعملية الطرح العام أو الخاص لسندات التوريق، والتعهد بأن يتم الاكتتاب في جميع السندات المطروحة، والالتزام بتغطية السندات التي لم يُكتب فيها.

هذا، بالإضافة إلى أطرافٍ أخرى تشترك في عملية التوريق، كالمستشار القانوني والمستشار المحاسبي ومراقبي الحسابات .

ثالثاً: إجراءات التوريق التقليدي

تتم عملية التوريق حسب الخطوات والمراحل التالية⁽¹⁾:

1. لا بد من تملك المنشئ لأصلٍ تتوفّر فيه شروط معيّنة حتى يتسنى توريقه، من حيث كونه يدر دخلاً مستمراً ومنظماً، وله موعد استحقاق متوسط أو طويل الأجل، وتتوفّر له الضمانات الكافية؛
2. يقوم المنشئ بحصر وتجميع وفرز الأصول المتنوعة والمراد توريقها: القروض، الأعيان المؤجرة، في حزمة واحدة، تتشابه فيها معدلات العائد والأقساط ومواعيد الاستحقاق، أمّا إذا كان الدين على جهة واحدة مثل الديون على الحكومات فهي تمثّل حزمة أو مجموعة بذاتها؛
3. يتم تقييم الأصل المراد توريقه لتحديد مدى تطابق القيمة الدفترية له مع القيمة التي سيورق بها؛
4. يتم التقييم بواسطة إحدى وكالات التصنيف الائتماني لتحديد الجدارة الائتمانية، وللمقترض في حالة الديون ومستوى العائد في حالة أصول المشاركات والإجارات، ومدى كفاءة الشركاء وانتظام المستأجرين في سداد مستحققاتهم؛

(1) – أنظر :

- محمد إبراهيم نقاشي، مرجع سابق، ص: 56.
- علاء الدين زعتري، مرجع سابق، ص: 27.
- محمد عبد الحليم عمر، "الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 09.
- علي محي الدين القرة داغي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 04.
- Adam mathif and abdulkader Thomas, " Islamic bonds: your guide to issuing structuring and investing in sukuk", euromoney books ,London ,2004 , p: 56.

5. إجراءات اتفاق التعزيز الائتماني بواسطة الضامنين لحقوق حملة الأوراق المالية في تحصيل مستحققاتهم، سواء كانوا مؤسسات حكومية أو شركة تأمين أو أي جهة أخرى، حيث لا بد أن تستند الديون محل التوريق إلى تعزيزات إضافية يمكن من خلالها تقليل المخاطر وزيادة جاذبيتها للمستثمرين؛

6. يتم تحويل ونقل الأصول محل التوريق إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، مع الاتفاق على كيفية تحويل الأصل حسب أحد أساليب التوريق الثلاث، والاتفاق على المبلغ الذي ستدفعه مقابل هذه الأصول؛ تتم بعد ذلك مختلف الإجراءات القانونية لنقل الأصول والديون محل التوريق ورواتها وضماناتها، إلى الشركة ذات الغرض الخاص للقيام بإجراءات الإصدار؛ والتي تقوم بـ:

أ. بعد انتقال الأصول من المنشئ إلى شركة التوريق (SPV)، تقوم هذه الأخيرة بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات بحيث تلبي حاجات ورغبات المستثمرين، فغالبًا ما تضم هذه الأصول أنواع متعددة ويُصنف كل نوع في وحدة مستقلة، مثل: وحدة القروض، وحدة الأعيان المؤجرة، ويمكن تقسيم كل وحدة إلى وحدات أصغر كأن تقسم وحدة القروض إلى وحدة القروض السكنية؛

ب. تقوم شركة التوريق (SPV) بإصدار أوراق مالية الممثلة للأصل، تكون غالبًا سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الأصول محل التوريق، وطرحها للاكتتاب العام على المستثمرين، ومن أهم الجهات التي تستثمر أموالها في شراء هذه الأوراق: صناديق التأمينات والمعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والمصارف والمؤسسات المالية الاستثمارية، فضلاً عن الأفراد المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد ثابتة؛

ج. تقوم شركة التوريق (SPV) بتسديد قيمة الأصل محل التوريق للمنشئ، وذلك إما من حصيلة بيع سندات التوريق، أو من خلال لجوئها للاقتراض لتمويل شراء السندات، مع مراعاة أن تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة هذا القرض؛

٥. يتعيّن على المنشئ للتوريق وشركة التوريق (SPV) ضرورة الاتفاق على التوفيق بين تواريخ استحقاق التدفقات النقدية من المدينين، وتواريخ استحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم، كما يتعيّن عليهم أيضاً الحرص على ضرورة التوفيق بين قيمة الفوائد المقرّرة على الديون الأصلية، والفوائد على سندات التوريق التي بحوزة المستثمرين؛
7. اختيار الجهة التي ستقوم بخدمة الأوراق المالية، لتقوم بتحصيل العوائد والأقساط المستحقة لمدين الأصل، وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الأوراق المالية، ثم إطفاء قيمة هذه الأوراق؛
8. يتم إطفاء الصكوك ودفع قيمتها الاسمية في التواريخ وبالطريقة التي تحدّدتها وتوضّحها نشرة الإصدار، وهناك طريقتان لعملية الإطفاء:
- أ. تكوين مخصّص يدفع مرّة واحدة لجميع حملة الصكوك في تاريخ الاستحقاق؛
- ب. الدفع الدوري والتدريجي برد جزء من قيمتها إلى غاية تاريخ الاستحقاق.
9. يمكن لحملة الأوراق من المستثمرين بيع هذه الأوراق في السوق المالية، إمّا بنفس سعر شرائها أو أكثر أو أقل حسب أسعارها في السوق؛
10. تنتهي العملية عند حلول أجل استحقاق الأوراق المالية، وفي حالة تأخّر أو توقف الملتزمين بالأصل المورّق عن دفع المستحق عليهم من أقساط أو فوائد أو عوائد، تقوم الجهة الضامنة بالسداد للمستثمرين.

رابعاً: أساليب التوريق التقليدي

إنّ عملية تحويل أو نقل الأصول محل التوريق من المصدر الأصلي إلى شركة التوريق (SPV) يتم بأحد الأساليب الثلاث التالية:

- 1 - أسلوب استبدال الدين: هو أسلوب يتم بموجبه الاستبدال الفعلي للحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة، حيث يتم وفقاً لهذا الأسلوب تغيير الدائن واستبداله، بحيث تحل المنشأة ذات الغرض الخاص محل الدائن الأصلي أي المصدر الأصلي، ويترتب على ذلك انقضاء الالتزام الأصلي على عاتق المدين، ونشوء التزام جديد مكانه⁽¹⁾، فينتقل الدين من المصدر الأصلي بصفاته (القيمة ونوع العملة) و توابعه

(1) - أحمد سفر، "التوريق وأسواق المال مع الإشارة إلى التجربة اللبنانية"، اتحاد المصارف العربية، 2002، ص: 101.

(الفوائد والأقساط) وضمائنه إلى شركة التوريق بقيمة أقل من الدين، لتتولى بذلك توزيعه وطرح الأوراق المالية للاكتتاب العام.

وتكمن الصعوبة الرئيسية في هذا الأسلوب، في أنه يتطلب الموافقة المسبقة لكل الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى أوراق مالية⁽¹⁾.

2 - أسلوب التنازل: هو أسلوب يتم بموجبه التنازل عن الموجودات لصالح الدائنين أو المقرضين، وقد شاع استخدام هذا الأسلوب في توزيع الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي إطار عقدي الإيجار والشراء يتم الاستمرار في دفع الأقساط إلى الممول الأصلي، الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الذمم المدينة، أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات يكون متفق عليها عند التعاقد على التوريق، ومقابل ذلك يقوم باسترداد المبالغ من المؤجرين⁽²⁾.

3 - أسلوب المشاركة الجزئية: هو أسلوب يتم بموجبه بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى المصرف المشارك أو المصرف القائد، وهو مصرف متخصص بشراء الذمم المدينة وتحويلها، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أي مسؤولية إذا ما عجز المدين عن التسديد، ولأجل ذلك ينبغي على مشتري الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية، وهناك طرق أخرى لحماية مشتري الدين منها مثلاً حصوله على ضمانات عقارية أو حقوق إدارة الدين كوصي عليها⁽³⁾.

خامساً: التكييف الفقهي لعملية التوريق التقليدي

إنّ التوريق الذي يتم في المعاملات التقليدية إنما يتعلق بالديون في الذمة: قروضاً، أو مستحقات آجلة أو من بيع آجل، وهو ما يظهر جلياً في القوانين المنظمة للتوريق في مختلف دول العالم، وهو ما يتفق مع طبيعة الأصول والموجودات في المؤسسات المالية التقليدية، حيث أنّ مجموعة الديون أو القروض للعملاء تمثل أكبر بند في أصول المؤسسات التقليدية لأنها تمثل النشاط الرئيسي لها، وهي التي تنطبق عليها متطلبات التوريق، كما أنّها البند الوحيد الذي يكون محلاً للتوريق.

(1) - محمد عبد اللطيف بدوي، "التوريق كأداة من أدوات تطوير البورصة المصرية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية

والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص: 19.

(2) - خالد أمين عبد الله، "الخلفية العلمية والعملية للتوريق"، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 1995، ص: 45.

(3) - المرجع السابق، ص: 45-46.

وعليه، فإنّ عملية التوريق كما سلف ذكرها لا تجوز شرعاً، وهذا ليس راجع إلى مضمون فكرة التوريق بل مرده إلى أنّ الأصول التي يجري توريقها هي الديون، ومن أهم الاعتراضات الشرعية على عملية التوريق للديون ما يلي⁽¹⁾:

1. أنّ هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا بعينه؛
 2. أنّ توريق الديون يتم من خلال بيعها، وبيع الدين إلى غير المدين غير جائز شرعاً؛
 3. يتم في عملية التوريق بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم، وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنّه من الربا؛
 4. وفي حالة إجازة بيع الدين لغير من هو عليه، يُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون الدين حالاً، والديون التي يجري توريقها مؤجلة.
- وبالتالي، فإنّ الأصول التي لا يجوز توريقها هي الديون والأعيان المحرّمة شرعاً، في حين يمكن ويجوز تصكيك الأعيان والمنافع والخدمات.
- والجدير بالذكر أنّ المنافع والفوائد التي تتحقّق من عملية التوريق كثيرة ومتعدّدة، ولا يلزم للاستفادة منها إتباع المحرّمات، بل يجب نقل العملية من الحظر إلى الإباحة، وذلك بأن يكون محل البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل مُدبراً للتدفقات النقدية إلى غير ذلك من الشروط والضوابط الشرعية التي تتم في إطار ما يعرف بالتصكيك الإسلامي.

(1) - أنظر :

- اختر زيني عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 06.
- محمد علي القري، "الصكوك الإسلامية: الجوانب الفنية والشرعية"، بحث مقدم إلى البنك الأهلي التجاري، ص: 51.
- محمد عبد الحليم عمره، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 15.

المطلب الثاني : مفهوم وأهمية التصكيك الإسلامي

يُعتبر التصكيك الإسلامي أداة مالية مستحدثة، يخضع لأحكام وضوابط الشرعية الإسلامية في جميع أجزائه ومراحله وإجراءاته، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

- أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثانياً : ضوابط عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثالثاً : أطراف عملية التصكيك الإسلامي.

أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي

إنّ كلمة التصكيك والتوريق والتسنيّد تُستعمل كمرادفات لمسمّى واحد، وتُشير إلى معنى واحد، فيقال التصكيك نسبةً إلى الصكوك، والتوريق نسبةً إلى الأوراق المالية، والتسنيّد اشتقاقاً من السندات. غير أنّ الغالب في المصرفية الإسلامية، استخدام مصطلح التصكيك الذي يُستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار الإسلامي الذي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، في حين يُستخدم مصطلح التوريق أو التسنيّد ليدل على الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار التقليدي⁽¹⁾.

وقد وردت تعاريف عديدة بيّنت حقيقة التصكيك الإسلامي، ومن أهمها:

1. عرف التصكيك بأنّه: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية"⁽²⁾.

2. وعرف أيضاً أنّه: "عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجّرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المراجعة أو السلم أو الأعيان المصنّعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض أو تكاليف تحصيلها إلى أجزاء يمثّل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع"⁽³⁾.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 04.

(2) - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجّرة"، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 34.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية"، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى: "الصيرفة الإسلامية"، لبنان، 2008، ص: 06.

3. كما عرف التصكيك بأنه: "عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محله غالبه أعياناً، وذات أجال محدّدة بعائد غير محدّد أو محدّد ولكن ليس خالياً من المخاطر"⁽¹⁾.

4. وعرف أيضاً بأنه: "عملية تعبئة أصول غير سائلة، تتمثّل في موجودات قابلة للتداول وموظّفة فعلاً في نشاط يُدر دخلاً حلال، وتحويلها إلى أصول سائلة في شكل صكوك قابلة للبيع للمستثمرين والتداول في السوق"⁽²⁾.

ومن جملة التعاريف السابقة التي يّنت الجوانب المختلفة لعملية التصكيك الإسلامي، يمكن وضع التعريف المختصر التالي: التصكيك الإسلامي هو عملية تحويل الموجودات التي تُدر دخلاً وتكون مقبولة شرعاً، إلى صكوك قابلة للبيع والتداول في الأسواق المالية وفقاً للضوابط الشرعية.

ثانياً: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي

كي تتم عملية التصكيك بشكل سليم لا بد من توافر الضوابط التالية:

1. ينبغي أن تكون نوعية الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً وصالحة للتصكيك، دون أن يؤدّي ذلك إلى الوقوع في المحاذير الشرعية كالربا والغرر وغيره، فمثلاً لا يجوز توريق الديون المبنية على أساس القروض الربوية؛ وينبغي أن تكون الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً، تجنّباً وتفادياً لبيع الدين بالدين⁽³⁾.

2. ينبغي وجود أصل يكون مملوكاً للمنشأة الراغبة بالتصكيك، والأصل في الاصطلاح المحاسبي هو الشيء القادر على توليد تدفقات نقدية في المستقبل، سواء بمفرده أو بالاشتراك مع موجودات أخرى، تمّ اكتساب الحق فيه نتيجة عمليات أو أحداث في الماضي، ويتمثّل هذا الأصل في بعض موجودات صيغ التمويل والاستثمار التي تستخدم المؤسسة موارده فيها؛

(1) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص:4.

(2) - عبد الرحمن يسرى أحمد، "تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها"، محاضرة أقيمت بجامعة الإمام محمد بن سعود بتاريخ 02/06/2010، المملكة العربية السعودية، ص:07.

(3) - عبد العزيز أختر زيتي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقهاء الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:09.

3. أن يكون الأصل المراد تصكيكه يُدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة، وأن يكون هذا الدخل محددًا ومستمرًا بصفة منتظمة، ذلك أنّ الأصول التي تقتنيها المنشآت، منها ما يُدر دخلاً بمفرده كالأصول المؤجّرة، في حين أنّ باقي الأصول الأخرى من أصول ثابتة ومخزون سلعي، فلا تصلح للتصكيك لأنّها لا تدر دخلاً بمفردها بل بالاشتراك مع الموجودات الأخرى؛
 4. ينبغي أن تكون مبالغ الأصول المراد تصكيكها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار صكوك بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام، في حين لا يمكن تقسيم المبالغ لو كانت صغيرة؛
 5. ينبغي أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمرين، كما ينبغي وجود دخل مستمر ومنتظم للصكوك طوال مدة برنامج التصكيك؛
 6. ضرورة وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك وحفظ حقوق المتعاملين فيه، مع ضرورة توافر الضوابط الشرعية في جميع عناصر عملية التصكيك، وخضوع العملية لإجازة هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة⁽¹⁾.
 7. ينبغي أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً، مع ضرورة استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة إصدار الصكوك أو في مرحلة تداولها في السوق الثانوية⁽²⁾. ويمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين اثنين، هما:
- **الاتجاه الأول:** يتعلّق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، بحيث يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة زمنية محدّدة، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقّعة تحصيلها من أداء هذا الأصل أو مجموعة الأصول؛
 - **الاتجاه الثاني:** يتعلّق بتمويل مشروع استثماري معيّن، بحيث يتم استصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها، يتم تمويل هذا المشروع أو المجال الاستثماري المحدّد ويكون لحملة الصكوك المنافع المتوقّعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل: مضاربة، وكالة، مشاركة مقيدة⁽³⁾.

(1) - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص، 6-7

(2) - عبد العزيز أختر زيتي، مرجع سابق، ص: 10.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 06.

ثالثاً: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتمثل أهم الأطراف التي تشارك في عملية التصكيك الإسلامي في ما يلي⁽¹⁾:

1 - المنشئ: هو الجهة التي تمتلك الأصل المراد تصكيكه أو الجهة صاحبة الفكرة الاستثمارية، وقد يكون المنشئ فرداً أو شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة، وقد ينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة وذلك مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويتولى المنشئ استخدام حصيلة الاكتتاب وفق الصيغ والأساليب الشرعية مثلما ورد في نشرة الإصدار، كما يتوجب أيضاً التأكد من:

أ. استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفقاً لمتطلبات الجهة المشرفة على عملية التصكيك، والتي عادةً تكون المصرف المركزي أو هيئة السوق المالية؛

ب. استيفاء الضوابط القانونية بحسب الممارسات السائدة في البلد الذي يتم فيه الإصدار؛

2 - وكيل الإصدار: هو مؤسسة وسيطة تعرف باسم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابةً عن المنشئ، وذلك مقابل أجر يتحدد بالاتفاق أو تتضمنه نشرة الإصدار.

ويُعتبر وجود الشركة ذات الغرض الخاص أمراً يتفق تماماً مع أغراض الذمة المالية المستقلة لحسابات الأصول محل التصكيك، والتي تتطلبها عادةً القوانين والمعايير الشرعية ولذلك ينبغي:

أ. بيع الأصول محل التصكيك من المنشئ إلى SPV بيعاً فعلياً وفق إطار قانوني محدد، ويتبعه في ذلك نقل لكافة الحقوق والالتزامات لـ SPV.

ب. يتم نقل الأصول محل التصكيك لـ SPV نقلاً فعلياً ومعلنًا، وذلك حتى يطمئن جمهور المستثمرين بأن الورقة المالية المصدرة تستند فعلاً بأصول تملكها SPV ملكية تامة، وهو بذلك يتفق والضوابط الشرعية،

(1) - أنظر:

- عجيل جاسم النشمي، مرجع سابق، ص: 05.
- فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 07.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 325.
- محمد علي القرني، "الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص"، دراسة مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، البحرين، ص: 28.

وينبغي الإفصاح عن هذا البيع كأن تُدرج وثيقة للبيع في نشرة الإصدار وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات الشرعية والفنية للإصدار.

وعليه، فإن وجود الشركة ذات الغرض الخاص يعتبر أمرًا ضروريًا وركنًا أساسيًا في عملية التصكيك، لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمنشئ الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك، وذلك لغرض تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة؛

3 - مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتبتين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار، وذلك مقابل أجر معين يُتفق عليه؛

4 - متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد وتتولى دفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

5 - مدير الاستثمار: هو الذي يتم تعيينه إما من قبل المنشئ أو من قبل مدير الإصدار، وذلك وفقًا لما تحدده نشرة الإصدار، ويتولى القيام بأعمال الاستثمار وإدارتها وفقًا للشروط المبينة في نشرة الإصدار؛

6 - أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح المستثمرين حملة الصكوك، والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بكافة الوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار؛

7 - وكالات التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي ومهم في تصنيف الإصدارات المالية التي تُطرح في الأسواق المالية، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وقد ظهرت وكالات تصنيف إسلامية تقدّم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، كالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بالبحرين والوكالة الماليزية للتصنيف.

المطلب الثاني : مفهوم وأهمية التصكيك الإسلامي

يُعتبر التصكيك الإسلامي أداة مالية مستحدثة، يخضع لأحكام وضوابط الشرعية الإسلامية في جميع أجزائه ومراحله وإجراءاته، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

- أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثانياً : ضوابط عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثالثاً : أطراف عملية التصكيك الإسلامي.

أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي

إنّ كلمة التصكيك والتوريق والتسنيّد تُستعمل كمرادفات لمسمّى واحد، وتُشير إلى معنى واحد، فيُقال التصكيك نسبةً إلى الصكوك، والتوريق نسبةً إلى الأوراق المالية، والتسنيّد اشتقاقاً من السندات. غير أنّ الغالب في المصرفية الإسلامية، استخدام مصطلح التصكيك الذي يُستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار الإسلامي الذي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، في حين يُستخدم مصطلح التوريق أو التسنيّد ليدل على الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار التقليدي⁽¹⁾.

وقد وردت تعاريف عديدة بيّنت حقيقة التصكيك الإسلامي، ومن أهمها:

1. عرف التصكيك بأنّه: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية"⁽²⁾.
2. وعرف أيضاً أنّه: "عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجّرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المراجعة أو السلم أو الأعيان المصنّعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض أو تكاليف تحصيلها إلى أجزاء يمثّل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع"⁽³⁾.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 04.

(2) - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجّرة"، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 34.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية"، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى: "الصيرفة الإسلامية"، لبنان، 2008، ص: 06.

3. كما عرف التصكيك بأنه: "عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محله غالبه أعياناً، وذات أجال محدّدة بعائد غير محدّد أو محدّد ولكن ليس خالياً من المخاطر"⁽¹⁾.

4. وعرف أيضاً بأنه: "عملية تعبئة أصول غير سائلة، تتمثّل في موجودات قابلة للتداول وموظّفة فعلاً في نشاط يُدر دخلاً حلال، وتحويلها إلى أصول سائلة في شكل صكوك قابلة للبيع للمستثمرين والتداول في السوق"⁽²⁾.

ومن جملة التعاريف السابقة التي يّنت الجوانب المختلفة لعملية التصكيك الإسلامي، يمكن وضع التعريف المختصر التالي: التصكيك الإسلامي هو عملية تحويل الموجودات التي تُدر دخلاً وتكون مقبولة شرعاً، إلى صكوك قابلة للبيع والتداول في الأسواق المالية وفقاً للضوابط الشرعية.

ثانياً: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي

كي تتم عملية التصكيك بشكل سليم لا بد من توافر الضوابط التالية:

1. ينبغي أن تكون نوعية الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً وصالحة للتصكيك، دون أن يؤدّي ذلك إلى الوقوع في المحاذير الشرعية كالربا والغرر وغيره، فمثلاً لا يجوز توريق الديون المبنية على أساس القروض الربوية؛ وينبغي أن تكون الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً، تجنّباً وتفادياً لبيع الدين بالدين⁽³⁾.

2. ينبغي وجود أصل يكون مملوكاً للمنشأة الراغبة بالتصكيك، والأصل في الاصطلاح المحاسبي هو الشيء القادر على توليد تدفقات نقدية في المستقبل، سواء بمفرده أو بالاشتراك مع موجودات أخرى، تمّ اكتساب الحق فيه نتيجة عمليات أو أحداث في الماضي، ويتمثّل هذا الأصل في بعض موجودات صيغ التمويل والاستثمار التي تستخدم المؤسسة موارده فيها؛

(1) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص:4.

(2) - عبد الرحمن يسرى أحمد، "تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها"، محاضرة أقيمت بجامعة الإمام محمد بن سعود بتاريخ 02/06/2010، المملكة العربية السعودية، ص:07.

(3) - عبد العزيز أختر زيتي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقهاء الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:09.

3. أن يكون الأصل المراد تصكيكه يُدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة، وأن يكون هذا الدخل محددًا ومستمرًا بصفة منتظمة، ذلك أنّ الأصول التي تقتنيها المنشآت، منها ما يُدر دخلاً بمفرده كالأصول المؤجرة، في حين أنّ باقي الأصول الأخرى من أصول ثابتة ومخزون سلعي، فلا تصلح للتصكيك لأنها لا تدر دخلاً بمفردها بل بالاشتراك مع الموجودات الأخرى؛
 4. ينبغي أن تكون مبالغ الأصول المراد تصكيكها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار صكوك بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام، في حين لا يمكن تقسيم المبالغ لو كانت صغيرة؛
 5. ينبغي أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمرين، كما ينبغي وجود دخل مستمر ومنتظم للصكوك طوال مدة برنامج التصكيك؛
 6. ضرورة وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك وحفظ حقوق المتعاملين فيه، مع ضرورة توافر الضوابط الشرعية في جميع عناصر عملية التصكيك، وخضوع العملية لإجازة هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة⁽¹⁾.
 7. ينبغي أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً، مع ضرورة استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة إصدار الصكوك أو في مرحلة تداولها في السوق الثانوية⁽²⁾. ويمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين اثنين، هما:
- **الاتجاه الأول:** يتعلّق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، بحيث يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة زمنية محدّدة، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقّعة تحصيلها من أداء هذا الأصل أو مجموعة الأصول؛
- **الاتجاه الثاني:** يتعلّق بتمويل مشروع استثماري معيّن، بحيث يتم استصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها، يتم تمويل هذا المشروع أو المجال الاستثماري المحدّد ويكون لحملة الصكوك المنافع المتوقّعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل: مضاربة، وكالة، مشاركة مقيدة⁽³⁾.

(1) - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص، 6-7

(2) - عبد العزيز أختر زيتي، مرجع سابق، ص: 10.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 06.

ثالثاً: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتمثل أهم الأطراف التي تشارك في عملية التصكيك الإسلامي في ما يلي⁽¹⁾:

1 - المنشئ: هو الجهة التي تمتلك الأصل المراد تصكيكه أو الجهة صاحبة الفكرة الاستثمارية، وقد يكون المنشئ فرداً أو شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة، وقد ينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة وذلك مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويتولى المنشئ استخدام حصيلة الاكتتاب وفق الصيغ والأساليب الشرعية مثلما ورد في نشرة الإصدار، كما يتوجب أيضاً التأكد من:

أ. استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفقاً لمتطلبات الجهة المشرفة على عملية التصكيك، والتي عادةً تكون المصرف المركزي أو هيئة السوق المالية؛

ب. استيفاء الضوابط القانونية بحسب الممارسات السائدة في البلد الذي يتم فيه الإصدار؛

2 - وكيل الإصدار: هو مؤسسة وسيطة تعرف باسم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابةً عن المنشئ، وذلك مقابل أجر يتحدد بالاتفاق أو تتضمنه نشرة الإصدار.

ويُعتبر وجود الشركة ذات الغرض الخاص أمراً يتفق تماماً مع أغراض الذمة المالية المستقلة لحسابات الأصول محل التصكيك، والتي تتطلبها عادةً القوانين والمعايير الشرعية ولذلك ينبغي:

أ. بيع الأصول محل التصكيك من المنشئ إلى SPV بيعاً فعلياً وفق إطار قانوني محدد، ويتبعه في ذلك نقل لكافة الحقوق والالتزامات لـ SPV.

ب. يتم نقل الأصول محل التصكيك لـ SPV نقلاً فعلياً ومعلنًا، وذلك حتى يطمئن جمهور المستثمرين بأن الورقة المالية المصدرة تستند فعلاً بأصول تملكها SPV ملكية تامة، وهو بذلك يتفق والضوابط الشرعية،

(1) - أنظر:

- عجيل جاسم النشمي، مرجع سابق، ص: 05.
- فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 07.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 325.
- محمد علي القرني، "الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص"، دراسة مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، البحرين، ص: 28.

وينبغي الإفصاح عن هذا البيع كأن تُدرج وثيقة للبيع في نشرة الإصدار وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات الشرعية والفنية للإصدار.

وعليه، فإن وجود الشركة ذات الغرض الخاص يعتبر أمرًا ضروريًا وركنًا أساسيًا في عملية التصكيك، لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمنشئ الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك، وذلك لغرض تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة؛

3 - مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار، وذلك مقابل أجر معين يُتفق عليه؛

4 - متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد وتتولى دفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

5 - مدير الاستثمار: هو الذي يتم تعيينه إما من قبل المنشئ أو من قبل مدير الإصدار، وذلك وفقًا لما تحدده نشرة الإصدار، ويتولى القيام بأعمال الاستثمار وإدارتها وفقًا للشروط المبينة في نشرة الإصدار؛

6 - أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح المستثمرين حملة الصكوك، والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بكافة الوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار؛

7 - وكالات التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي ومهم في تصنيف الإصدارات المالية التي تُطرح في الأسواق المالية، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وقد ظهرت وكالات تصنيف إسلامية تقدّم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، كالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بالبحرين والوكالة الماليزية للتصنيف.

المطلب الثاني : مفهوم وأهمية التصكيك الإسلامي

يُعتبر التصكيك الإسلامي أداة مالية مستحدثة، يخضع لأحكام وضوابط الشرعية الإسلامية في جميع أجزائه ومراحله وإجراءاته، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

- أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثانياً : ضوابط عملية التصكيك الإسلامي؛
- ثالثاً : أطراف عملية التصكيك الإسلامي.

أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي

إنّ كلمة التصكيك والتوريق والتسنيّد تُستعمل كمرادفات لمسمّى واحد، وتُشير إلى معنى واحد، فيُقال التصكيك نسبةً إلى الصكوك، والتوريق نسبةً إلى الأوراق المالية، والتسنيّد اشتقاقاً من السندات. غير أنّ الغالب في المصرفية الإسلامية، استخدام مصطلح التصكيك الذي يُستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار الإسلامي الذي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، في حين يُستخدم مصطلح التوريق أو التسنيّد ليدل على الأوراق المالية الخاصّة بالاستثمار التقليدي⁽¹⁾.

وقد وردت تعاريف عديدة بيّنت حقيقة التصكيك الإسلامي، ومن أهمها:

1. عرف التصكيك بأنّه: "وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية"⁽²⁾.
2. وعرف أيضاً أنّه: "عملية تقسيم ملكية الأعيان المؤجّرة أو منافعها، أو موجودات المشروعات القائمة، أو رأس مال المضاربة والمشاركة أو الوكالة في الاستثمار، أو ثمن شراء بضاعة المراجعة أو السلم أو الأعيان المصنّعة أو تكلفة تصنيعها، أو نفقات زراعة الأرض أو تكاليف تحصيلها إلى أجزاء يمثّل كل منها صك أو سند أو ورقة مالية، وذلك بقصد عرض الصكوك التي تمثل هذه الأجزاء للبيع"⁽³⁾.

(1) - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 04.

(2) - منذر قحف، "سندات الإجارة والأعيان المؤجّرة"، البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 2000، ص: 34.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية"، ورقة عمل مقدمة إلى منتدى: "الصيرفة الإسلامية"، لبنان، 2008، ص: 06.

3. كما عرف التصكيك بأنه: "عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها، وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محله غالبه أعياناً، وذات أجال محدّدة بعائد غير محدّد أو محدّد ولكن ليس خالياً من المخاطر"⁽¹⁾.

4. وعرف أيضاً بأنه: "عملية تعبئة أصول غير سائلة، تتمثّل في موجودات قابلة للتداول وموظّفة فعلاً في نشاط يُدر دخلاً حلال، وتحويلها إلى أصول سائلة في شكل صكوك قابلة للبيع للمستثمرين والتداول في السوق"⁽²⁾.

ومن جملة التعاريف السابقة التي يّنت الجوانب المختلفة لعملية التصكيك الإسلامي، يمكن وضع التعريف المختصر التالي: التصكيك الإسلامي هو عملية تحويل الموجودات التي تُدر دخلاً وتكون مقبولة شرعاً، إلى صكوك قابلة للبيع والتداول في الأسواق المالية وفقاً للضوابط الشرعية.

ثانياً: ضوابط عملية التصكيك الإسلامي

كي تتم عملية التصكيك بشكل سليم لا بد من توافر الضوابط التالية:

1. ينبغي أن تكون نوعية الأصول محل التصكيك مقبولة شرعاً وصالحة للتصكيك، دون أن يؤدّي ذلك إلى الوقوع في المحاذير الشرعية كالربا والغرر وغيره، فمثلاً لا يجوز توريق الديون المبنية على أساس القروض الربوية؛ وينبغي أن تكون الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً، تجنّباً وتفادياً لبيع الدين بالدين⁽³⁾.

2. ينبغي وجود أصل يكون مملوكاً للمنشأة الراغبة بالتصكيك، والأصل في الاصطلاح المحاسبي هو الشيء القادر على توليد تدفقات نقدية في المستقبل، سواء بمفرده أو بالاشتراك مع موجودات أخرى، تمّ اكتساب الحق فيه نتيجة عمليات أو أحداث في الماضي، ويتمثّل هذا الأصل في بعض موجودات صيغ التمويل والاستثمار التي تستخدم المؤسسة موارده فيها؛

(1) - حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2003، ص:4.

(2) - عبد الرحمن يسرى أحمد، "تجربة الصكوك الإسلامية في ميزان الشريعة ومقاصدها"، محاضرة أقيمت بجامعة الإمام محمد بن سعود بتاريخ 02/06/2010، المملكة العربية السعودية، ص:07.

(3) - عبد العزيز أختر زيتي، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة لجمع الفقهاء الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:09.

3. أن يكون الأصل المراد تصكيكه يُدر دخلاً بصفة منفردة وليس بالاشتراك مع الأصول الأخرى في المنشأة، وأن يكون هذا الدخل محددًا ومستمرًا بصفة منتظمة، ذلك أنّ الأصول التي تقتنيها المنشآت، منها ما يُدر دخلاً بمفرده كالأصول المؤجّرة، في حين أنّ باقي الأصول الأخرى من أصول ثابتة ومخزون سلعي، فلا تصلح للتصكيك لأنّها لا تدر دخلاً بمفردها بل بالاشتراك مع الموجودات الأخرى؛
 4. ينبغي أن تكون مبالغ الأصول المراد تصكيكها كبيرة، بحيث يمكن تقسيمها وإصدار صكوك بقيمتها وطرحها للاكتتاب العام، في حين لا يمكن تقسيم المبالغ لو كانت صغيرة؛
 5. ينبغي أن تتمتع الأصول المراد تصكيكها بالجاذبية بالنسبة للمستثمرين، كما ينبغي وجود دخل مستمر ومنتظم للصكوك طوال مدة برنامج التصكيك؛
 6. ضرورة وجود تشريعات قانونية وجهات رسمية لضبط عملية التصكيك وحفظ حقوق المتعاملين فيه، مع ضرورة توافر الضوابط الشرعية في جميع عناصر عملية التصكيك، وخضوع العملية لإجازة هيئة الرقابة الشرعية بالمؤسسة⁽¹⁾.
 7. ينبغي أن تكون خطوات وهيكل التصكيك مقبولة شرعاً، مع ضرورة استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء سواء في مرحلة إصدار الصكوك أو في مرحلة تداولها في السوق الثانوية⁽²⁾. ويمكن أن تأخذ عملية التصكيك اتجاهين اثنين، هما:
- **الاتجاه الأول:** يتعلّق بوجود أصل أو مجموعة أصول منتجة، بحيث يتم استصدار صكوك بموجبها لمدة زمنية محدّدة، وهي بذلك تمثل عملية مشاركة في المنافع المتوقّعة تحصيلها من أداء هذا الأصل أو مجموعة الأصول؛
 - **الاتجاه الثاني:** يتعلّق بتمويل مشروع استثماري معيّن، بحيث يتم استصدار صكوك مالية قابلة للتداول من حصيلتها، يتم تمويل هذا المشروع أو المجال الاستثماري المحدّد ويكون لحملة الصكوك المنافع المتوقّعة من هذا الاستثمار، وهي بذلك تمثل: مضاربة، وكالة، مشاركة مقيدة⁽³⁾.

(1) - محمد عبد الحليم عمر، مرجع سابق، ص، 6-7

(2) - عبد العزيز أختر زيتي، مرجع سابق، ص: 10.

(3) - فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 06.

ثالثاً: أطراف عملية التصكيك الإسلامي

تتمثل أهم الأطراف التي تشارك في عملية التصكيك الإسلامي في ما يلي⁽¹⁾:

1 - المنشئ: هو الجهة التي تمتلك الأصل المراد تصكيكه أو الجهة صاحبة الفكرة الاستثمارية، وقد يكون المنشئ فرداً أو شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة، وقد ينوب عنه في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية وسيطة وذلك مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، ويتولى المنشئ استخدام حصيلة الاكتتاب وفق الصيغ والأساليب الشرعية مثلما ورد في نشرة الإصدار، كما يتوجب أيضاً التأكد من:

أ. استيفاء معايير السلامة المالية والمصرفية وفقاً لمتطلبات الجهة المشرفة على عملية التصكيك، والتي عادةً تكون المصرف المركزي أو هيئة السوق المالية؛

ب. استيفاء الضوابط القانونية بحسب الممارسات السائدة في البلد الذي يتم فيه الإصدار؛

2 - وكيل الإصدار: هو مؤسسة وسيطة تعرف باسم الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، تتولى عملية الإصدار وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابةً عن المنشئ، وذلك مقابل أجر يتحدد بالاتفاق أو تتضمنه نشرة الإصدار.

ويُعتبر وجود الشركة ذات الغرض الخاص أمراً يتفق تماماً مع أغراض الذمة المالية المستقلة لحسابات الأصول محل التصكيك، والتي تتطلبها عادةً القوانين والمعايير الشرعية ولذلك ينبغي:

أ. بيع الأصول محل التصكيك من المنشئ إلى SPV بيعاً فعلياً وفق إطار قانوني محدد، ويتبعه في ذلك نقل لكافة الحقوق والالتزامات لـ SPV.

ب. يتم نقل الأصول محل التصكيك لـ SPV نقلاً فعلياً ومعلنًا، وذلك حتى يطمئن جمهور المستثمرين بأن الورقة المالية المصدرة تستند فعلاً بأصول تملكها SPV ملكية تامة، وهو بذلك يتفق والضوابط الشرعية،

(1) - أنظر:

- عجيل جاسم النشمي، مرجع سابق، ص: 05.
- فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص: 07.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 325.
- محمد علي القرني، "الشخصية الاعتبارية ذات الغرض الخاص"، دراسة مقدمة إلى هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، البحرين، ص: 28.

وينبغي الإفصاح عن هذا البيع كأن تُدرج وثيقة للبيع في نشرة الإصدار وغيرها من الضوابط التي تملئها الاعتبارات الشرعية والفنية للإصدار.

وعليه، فإنَّ وجود الشركة ذات الغرض الخاص يعتبر أمرًا ضروريًا وركنًا أساسيًا في عملية التصكيك، لكونها تحقق شرط انفصال الذمة المالية للمنشئ الأصلي عن الجهة المصدرة للصكوك، وذلك لغرض تحسين الجدارة الائتمانية للصكوك المصدرة؛

3 - مدير الإصدار: هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار، وذلك مقابل أجر معيَّن يُتَّفَق عليه؛

4 - متعهد الدفع: هو المؤسسة الوسيطة التي تتعهد وتتولَّى دفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها؛

5 - مدير الاستثمار: هو الذي يتم تعيينه إمَّا من قِبل المنشئ أو من قِبل مدير الإصدار، وذلك وفقًا لما تحدّده نشرة الإصدار، ويتولَّى القيام بأعمال الاستثمار وإدارتها وفقًا للشروط المبينة في نشرة الإصدار؛

6 - أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولَّى حماية مصالح المستثمرين حملة الصكوك، والإشراف على مدير الإصدار، وتحتفظ بكافة الوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدّده نشرة الإصدار؛

7 - وكالات التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي ومهم في تصنيف الإصدارات المالية التي تُطرح في الأسواق المالية، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وقد ظهرت وكالات تصنيف إسلامية تقدّم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، كالوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف بالبحرين والوكالة الماليزية للتصنيف.

❁ الخاتمة:

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي وتضطلع بدور حيوي ومهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدورٍ في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية.

ونظرًا لوظائفها وأدوارها الكثيرة ومنافعها ومزاياها العديدة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها وعناصرها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وخاصةً أدواتها المتداولة فيها، يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة.

حيث تبين أنّ أولى الخطوات وأهمّها لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسسٍ متينة ومنيعة، يكمن في ضرورة توفر وجود أدوات مالية إسلامية تكون مصمّمة 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 أهمّها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولًا لها دور كبير ومهم جدًا في تنشيط وتطوير وتفعيل السوق المالية الإسلامية.

وتجدر الإشارة إلى أنّ الهندسة المالية الإسلامية بدورها، سيكون لها دور مهم ومساهمة كبيرة في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية، من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية، قديمة ومعادلة أو جديدة ومبتكرة تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية، حيث أنّ تنوّع وتطوّر الأدوات المالية وإتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يُضفي النجاح والتميّز على أداء الأسواق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموّها وتماسكها وتطوّرها.

❁ نتائج الدراسة: من خلال دراسة موضوع: ❁ دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير

السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية ❁ تمّ التوصل إلى جملة نتائج مستخلصة، ومن هذه النتائج يمكن ذكر ما يلي:

1. تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربيوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربيوي 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 والاحتكار والقمار ..، فهي سوقٌ تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها، وهو ما يؤكّد صحة الفرضية الأولى؛

2. تحظى السوق المالية الإسلامية بأهمية كبيرة نظرًا لمزاياها العديدة ومنافعها الكثيرة، حيث أنّها تلبي حاجة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد المسبقة، وتؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يُلائم طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ممّا يساعدها على التوسّع في استثماراتها من جهة، ويُتيح أمامها العديد من الفرص الاستثمارية اللاربيوية من جهةٍ أخرى، بالإضافة إلى أنّها تُساهم بشكلٍ كبير في التخلص والتحرّر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، كما يمكنها أيضًا أن تقوم بدورٍ مهم في مجال إعادة توطيد الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج وتُساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية المشروعة؛

3. 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 يتوجّب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات اللاأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية، لما لها من أضرارٍ جسيمة بالمتعاملين وبالسوق، ولأجل ذلك فهي تخضع لهيئة الرقابة الشرعية للتأكد من خلوّها من كافة المحظورات الشرعية وضمان التزامها بأحكام وقواعد الشريعة في جميع معاملاتها، وهو ما يؤكّد أيضاً صحة الفرضية الأولى؛

4. حتّى تتمكّن السوق المالية الإسلامية من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نُظّر لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسسات لا تقوم إلّا بها، كالشركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسة الإسلامية ..، وفي المقابل فإنّ هناك العديد من المقومات والمتطلّبات والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى

النحو الذي سطر لها، من أهمها توفير المناخ الاستثماري الملائم والمناسب لطبيعة عملها، توفر سياسات وإجراءات تعزيز الشفافية..؛

5. يتولى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة، تأتي في مقدمتها الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية التي تتولى انتخاب مجلس إدارة السوق أو ما يُعرف بلجنة السوق المالية الإسلامية، التي تكون في قمة الهرم الإداري وتضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، كما تقوم وفور مباشرتها لأعمالها بتشكيل اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية لمساعدتها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وبالإضافة إلى هذه اللجان، فإن السوق المالية الإسلامية تضم أيضاً مكاتب ووحدات وأجهزة أخرى وذلك لغرض تسهيل وتطوير وحماية التعامل؛

6. إن العمليات التي تتم في السوق المالية الإسلامية لا تُعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المعتمدين من قبل لجنة السوق، وتتوافر 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 والاحتيال والتدليس معهم؛

7. يحق للوسطاء ومقابل قيامهم بتنفيذ أوامر عملائهم أن يتقاضوا عمولة مقابل ذلك، ولا يصح تقدير هذه العمولة أو تحديدها من قبل إدارة السوق، بل يجب ترك تقديرها للوسطاء أنفسهم إذا ما التزموا في ذلك بأخذ الأجرة المتعارف عليها والمعمول بها، أما إذا عرضوا أسعار تزيد عن الأجرة المعتادة، فيمكن للجهات المشرفة على السوق أن تتدخل في هذه الحالة لما في ذلك من المصلحة؛

8. نظراً لأهمية وحساسية الدور الذي تؤديه السوق المالية الإسلامية، فهي تخضع لرقابة بعض الجهات والهيئات، من أهمها الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي التي تأتي على رأس الهرم في قطاع الأوراق المالية، وتخضع عدّة جهات لرقابتها من حيث ترخيصها وتنظيم عملها أو الإشراف عليها ومراقبتها، كما أنها تخضع أيضاً لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية، التي تتولى الإشراف على جميع النواحي الشرعية بالسوق، بهدف التأكد من مطابقة معاملاته لأحكام الشريعة والاعتراض على المخالف منها؛

9. يُقصد بقيد الأوراق المالية الإسلامية إدراجها في الجداول الخاصة للسوق، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تُصدرها الهيئة العامة

لسوق المال الإسلامي وإدارة السوق، ويتم قيد الأوراق المالية في السوق بناءً على طلب من الجهة المصدرة لهذه الأوراق نظرًا لم لهذه العملية من مزايا ومنافع عديدة، ويتوقف قبول قيد الأوراق أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقًا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق المالية الإسلامية وفتاوى وتعليمات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية؛

10. أوامر السوق المالية الإسلامية هي عبارة عن التوكيل الذي يعطيه العميل المستثمر لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له أوراقًا مالية معيّنة، وينبغي أن تكون الأوامر واضحة وبيّنة مزيلة لأي لبس أو غموض مما يسمح بسهولة وسرعة تنفيذها، ولذلك فإنّ أوامر السوق المالية الإسلامية تدخل تحت باب الوكالة في الفقه الإسلامي، ذلك أنّ البائع أو المشتري يفوض الوسيط في إبرام عقد البيع أو الشراء نيابةً عنه وهذا حقيقة التوكيل، والوكالة تصح إمّا مطلقة أو مقيدة بشروط، ويتعيّن على الوسيط أن يلتزم بما جاء في الأوامر ويتقيّد بها وأي تصرف على خلاف ذلك فلا يُلزم العميل المؤكّل؛
11. تتحدّد أسعار الأوراق المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية وفق تقنيات معيّنة وطرق محدّدة، تهدف في مجملها إلى تحقيق تلاقي أوامر الشراء وأوامر البيع في وقت معيّن، بطريقة تعكس مختلف القيم التي تلتقي عندها طلبات الشراء وعروض البيع، ويتم ذلك على أساس قانون العرض والطلب الذي يتأثر بدوره بجملة من العوامل الأخرى، غير أنّه وفي أوقات معيّنة كالأزمات والطوارئ كالحروب والكوارث أو الهزّات السياسية الداخلية للبلاد، يحقّ لرئيس الهيئة العامة للسوق أن يتدخل ويقرّر تعيين حد أعلى وحد أدنى لتغيّر أسعار الأوراق المالية، لغرض تجنّب حدوث فروق حادّة في أسعار الأوراق المالية حفاظًا على استقرار السوق؛

12. لقد 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 جزءًا مهمًا 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؛

13. السَّهْم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يقسَّم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يسمَّى كل جزء منها: سهمًا، ويُمثَّل هذا السَّهْم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية، ويمنح لحامله حقوقًا أساسية متلازمة مع السَّهْم، ويتمتع بها جميع حملة الأسهم بصفة متساوية، وهي مستمدة لكلٍ منهم بصفته شريك مساهم، وبالتالي فهذه الحقوق لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، لا بنص في نظام الشركة ولا بقرارٍ بالأغلبية في الجمعية العامة؛

14. تتنوع الأسهم التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية إلى أنواع عديدة منها: الأسهم النقدية، الأسهم العينية، الأسهم الاسمية، الأسهم الإذنية، الأسهم العادية، أسهم رأس المال، في حين أنَّها تخلو من الأسهم التي لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال، أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح كالأسهم الممتازة؛

15. يجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أنشئت الشركة مباحًا ونشاطها مشروعًا ويحقق مصلحة المجتمع، مثل الشركات الإنتاجية للسلع والخدمات، كشركات الكهرباء والماء وشركات الأدوية وغيرها، أمَّا إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه، فيحرم إنشاء الشركة ويحرم تبعًا لذلك إصدار الأسهم التي تتكوَّن منها هذه الشركة؛

16. يجوز تداول الأسهم بالشروط التالية:

أ. ألا تكون في الشركات ذات الأغراض والأنشطة المحرَّمة والضَّارة، مثل: شركات الخمر والتبغ ولحوم الخنزير وشركات القمار والمصارف الربوية وصناديق الاستثمار في السندات الربوية والتأمين التجاري؛

ب. ألا تكون في الشركات المتخصصة في بيع وشراء الديون على وجهٍ محرَّم؛

ج. ألا تكون الأسهم ذاتها أسهمًا محرَّمة كالمحرَّم من الأسهم الممتازة؛

د. يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها إذا كان نشاط الشركة مباحًا سواء كان:

— استثمارًا من خلال شراء الأسهم وتملكها بقصد الحصول على أرباحها؛

- أو متاجرةً من خلال شراء الأسهم وبيعها بعد ارتفاع سعرها للاستفادة من فروق الأسعار.
17. فيما يتعلّق بتداول الأسهم في السوق المالية الإسلامية، فإنّه:
- أ. لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع أو البيع على المكشوف أو البيع القصير، لما يترتب على ذلك من بيع الإنسان ما لا يملكه المنهي عنه شرعاً؛
- ب. لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك، قبل أن تبدأ الشركة نشاطها أو عند التصفية إلاّ بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض؛
- ج. لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديوناً فقط إلاّ بمراعاة أحكام التصرف في الديون؛
18. الأصل جواز البيع والشراء في الشركات ذات الأنشطة المختلطة التي يكون أصل تعاملها مباح ومجال نشاطها حلال لكنها لا تخلو من بعض المعاملات المحرّمة، فوجود الخلل في بعض تعاملاتها إنّما يُوجب التخلّي عن مقدار هذا الخلل من الكسب المحرّم ولا يُوجب جعل الشركة كلّها محرّمة؛
19. تحتل الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية مكانةً هامّةً ومتميّزةً ولها الفضل الكبير والدور البارز في تنشيط هذه السوق، حيث أنّها تفوق نظيرتها التقليدية عدداً وحجمًا، فهي تمثّل حوالي ثلثي إجمالي الشركات المدرجة بالسوق وتستحوذ بذلك على ما يقارب 65 % من مجموع الشركات المدرجة، كما تحوز تداولات أسهمها على اهتمام كبير من قبل المستثمرين الذين يفضّلون التعامل مع أسهم الشركات التي تتعامل وفق أحكام الشريعة، وهو ما يعطي نقطة قوّة للشركات الإسلامية لتقترب من إمكانية إنشاء بورصة إسلامية كويتية خاصّة، وهو ما يؤكّد صحة الفرضية الثانية؛
20. الصكوك الإسلامية هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثّل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحرّرة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط المتفق عليها والخاصّة بكل إصدار، كما أنّها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثّل نقدًا أو دينًا محضًا، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة؛
21. يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، وترتّب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب

الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وتحدد الإشارة إلى أنّ عملية إصدار الصكوك تخضع للعديد من الشروط والقواعد القانونية والضوابط الشرعية، لضمان خلوّها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية؛

22. يجوز تداول الصكوك واستردادها، إذا كانت تمثل حصّة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، وينبغي أن تُراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف قبل بدء النشاط، وأن تُراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديوناً، أو تمّ بيع ما تمثله الصكوك بثمنٍ مؤجل؛

23. يجوز تداول الصكوك الإسلامية وبيعها وشرائها بمثل ثمنها أو أكثر أو أقل، إذا كانت الصكوك تمثل حصصاً شائعة في موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والحقوق والديون والنقود والغالب فيها للأعيان والمنافع والحقوق، أمّا إذا كان الغالب فيها نقوداً أو ديوناً فلا يجوز تداول الصكوك وبيعها إلاّ بمثل ثمنها دون زيادة أو نقصان؛ أمّا في ما يتعلّق بتداول أنواع الصكوك فإنّه:

- أ. يجوز تداول صكوك المشاركة والمضاربة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصكوك بما لا يقل عن 10% من رأس المال وحتى انتهاء أجل الصكوك وتاريخ بدء التصفية، ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليات الاستثمار من وجود ديون أو نقود مع الأعيان والمنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار ولو زادت النقود والديون عن الأعيان والمنافع مادام النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك ليس مقصوداً به النقود أو الديون، وينطبق ذلك أيضاً على جميع صور المشاركات الدائمة أو المنتهية بالتملك تدريجياً أو في نهاية مدة المشاركة؛
- ب. يجوز تداول الصكوك التي تمثل حصّة شائعة في ملكية الموجودات المؤجّرة أو في ملكية منافع الأعيان وفق ما يتفق عليه مالك الصك ومشتريه، بعد قفل باب الاكتتاب وقيام مدير الإصدار بتوقيع عقود البيع والإجارة مع البائع والمؤجر ودفع الثمن والأجرة من حصيلة الصكوك، ويشمل ذلك:
 - تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجّرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها؛

- تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الحاضرة قبل إعادة تأجيرها، فإن أُعيد تأجيرها كان الصك ممثلاً للأجرة، فتكون ديناً في ذمة المستأجر الثاني، ويخضع التداول حينها لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تُستوفى منها المنفعة إلاّ بمراعاة ضوابط وأحكام التصرف في الديون، أمّا إذا تعيّنت جاز تداول الصكوك؛

- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تُستوفى من طرف معيّن قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أُعيدت إجارته كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي بذلك تُعتبر دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينها لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

ج. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تُستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تُستوفى منه الخدمة إلاّ بمراعاة ضوابط وأحكام التصرف في الديون، فإذا تعيّن الطرف جاز تداول الصكوك.

د. يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحوّلت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدّة الاستصناع، أمّا إذا دفعت حصيلة الصكوك ثمناً في استصناع موازٍ أو تمّ تسليم العين المصنّعة للمستصنع، فإنّ تداولها يخضع لأحكام التصرف في الديون؛

هـ. يجوز تداول صكوك السّلم بقيمتها الاسمية في غير الطعام، وذلك للبائع سلماً ولغيره بما يتّفق عليه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وتوقيع عقد السّلم مع البائع وتسليمه الثمن من حصيلة بيع الصكوك وحتى بيع بضاعة السّلم بعد قبضها، أو تسليمها للمشتري بعقد سلم مواز وإعلان تصفية العملية، وذلك على أساس أنّ دين السّلم دين سلعي وليس ديناً نقدياً كبقية الديون؛

ويجوز تداول صكوك الاستصناع والسّلم دون قيود إذا كانت الصكوك تمثّل حصّة شائعة في موجودات مشروع معيّن أو نشاط خاص يقوم بعمليات استصناع أو سلم متتابعة.

و. يجوز تداول صكوك بيع المراجحة والبيع المؤجل بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يُدفع على أقساط، ويخضع لأحكام التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن وتصفية العملية، فيكون بيع الصكوك بقيمتها الاسمية وبثمن يُدفع عند التعاقد؛

24. إنّ عملية إدراج وتداول الصكوك في الأسواق المالية تكتنفها بعض الصعوبات التي تحول دون نجاحها وانتشارها بالدرجة التي هي عليها السندات التقليدية، إذ تميّزت الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية عمومًا وأسواق السعودية ودبي والبحرين خصوصًا، بقلّة عددها وضعف حجم تداولاتها، إذ أنّ نحو 77% من الصكوك المصدرة عالميًا خلال الفترة (2001-2012) غير مدرجة في أيّ من الأسواق المالية؛

25. هناك العديد من الصعوبات والعراقيل التي تُعيق نمو وتطور الأسواق الثانوية للصكوك الإسلامية، من أهمّها: صغر حجم السوق الأولية للصكوك، وسيطرة الصكوك غير القابلة للتداول شرعًا في الأسواق المالية إلّا بتوفر شروطٍ معيّنة مثل صكوك المراجحة، واتباع شريحة كبيرة من المستثمرين المالكين للصكوك استراتيجية "الشراء والاحتفاظ"، وسيطرة الصكوك القصيرة والمتوسطة على حساب الصكوك طويلة الأجل، وفي المقابل فهناك العديد من العوامل التي تساعد في نجاح تجربة إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها وانتشارها وتطوير سوقها الثانوية؛

26. تؤدّي الصكوك الإسلامية دور مهم وكبير في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من شأنه أن يؤدّي إلى تدعيم دور السوق من خلال:

أ. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، ممّا يؤدّي إلى تنشيط السوق المالية الإسلامية؛

ب. توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالية الإسلامية التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصدارًا وتداولًا؛

ج. زيادة كفاءة السوق المالية الإسلامية بزيادة كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرًا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛

- د. جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصةً أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي؛ وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛
27. تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامي أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تتولّى تجميع مدخرات المستثمرين في صورة وحدات أو وثائق أو صكوك استثمارية متساوية القيمة، يُعهد بها إلى جهة محترفة ومتخصصة لتوظيفها وإدارتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، بما يعود بالنفع لمؤسسيها والمستثمرين فيها والاقتصاد ككل، ويلتزم الصندوق الإسلامي وبالإضافة إلى التزامه بأحكام ومبادئ الشريعة، بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق؛
28. يجوز تداول الوحدات الاستثمارية طالما أنّها تمثل حصّة شائعة في موجودات الصندوق الاستثماري، وذلك بالقيمة التي يُتفق عليها بالتراضي بين الطرفين، سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر أو أقل منها، لكن ينبغي مراعاة موجودات الصندوق كما يلي:
- أ. إذا كانت أكثر موجودات الصندوق نقوداً فلا يجوز تداول الوحدات الاستثمارية بالبيع أو الشراء إلا وفق أحكام الشريعة الخاصة بمبادلة نقد بنقد؛
- ب. إذا كانت موجودات الصندوق ديوناً، فإنّ الوحدات الاستثمارية في هذه الحالة تمثل ديوناً ويخضع تداولها لأحكام التعامل بالديون؛
- ج. إذا كانت موجودات الصندوق أعيان فقط أو منافع فقط أو كلاهما معاً، فإنّ الوحدات الاستثمارية تمثل حصّة في أعيان مالية وبالتالي يجوز تداولها دون قيد أو شرط؛
- د. أمّا إذا كانت موجودات الصندوق مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون يُمكن تداول الوحدات الاستثمارية بالبيع والشراء بتراضي الطرفين وبالقيمة التي يُتفق عليها، سواء كانت أكثر أو أقل من القيمة الاسمية المعلنة وذلك تبعاً للنتائج التي يحققها الصندوق، شريطة أن تكون الأعيان والمنافع غالبية على النقود والديون عند بعض الفقهاء، في حين اكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون اشتراط الغلبة؛
29. تستحوذ المملكة العربية السعودية على العدد الأكبر من صناديق الاستثمار الإسلامية عالمياً وذلك بنسبة قدرها 41%، ومن يحمل الصناديق الاستثمارية العاملة بالسوق السعودية والتي يبلغ عددها

234 صندوق استثماري، يوجد 158 صندوق استثمار إسلامي تشكّل حوالي 67% من مجمل الصناديق،

وقد كان لها دور كبير ومهم في تنشيط السوق المالية السعودية؛ وهو ما يؤكّد صحة الفرضية الثانية؛

30. تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في غاية الأهمية بالنسبة للسوق المالية الإسلامية إذ أنّ لها

دور كبير في تنشيط التداولات، على اعتبار أنّها صناديق مدرجة تحوي سلتها على أوراق مالية

مشروعة (أسهم - صكوك - سلع) تهدف إلى تتبع حركة المؤشر الإسلامي، ومع ذلك فقد تميّزت

صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية السعودية بقلّة عددها وضعف حجم تداولاتها، بسبب ضعف

الإقبال على هذه الصناديق نظراً لعدّة أسبابٍ منها: حداثة هذه الصناديق في المنطقة، لذلك لم

تجذب المتداولين كما كان منتظراً، على الرغم من أنّها ستكون قيمة مضافة لهيكلة الأسواق الثانوية

السعودية، وستعطي السوق المالية بعداً أعمق.

31. تُساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال:

أ. جذب المستثمرين الذين يرفضون التعامل الربوي خاصّةً صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية

الإسلامية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة، وبذلك فقد فتحت المجال أمامهم

لدخول الأسواق المالية بعد أن كانت مقتصرة على كبار المستثمرين، مما يُساهم في تنشيط الحركة

الاقتصادية بشكلٍ عام؛

ب. تمثّل الاكتتابات في وثائق الاستثمار التي تُصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية، قوّة شرائية في

السوق المالية الإسلامية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، ممّا يساعد هذه الشركات للاتجاه

للسوق المالية الإسلامية لتمويل أنشطتها بدل اللجوء للاقتراض من المصارف؛

ج. تتعامل صناديق الاستثمار الإسلامية في الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية ممّا يُساعد في

تنشيط وكفاءة هذه السوق، كما أنّ حركة البيع والشراء في حد ذاتها تُساهم في تنشيطها؛ وهو

ما يؤكّد صحة الفرضية الثانية؛

32. تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير وتنشيط السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال

إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية، قديمة ومعدلة أو جديدة ومبتكرة تجمع بين

الكفاءة المهنية والمصداقية الشرعية، ومن أهم إبداعات ومنتجات الهندسة المالية الإسلامية التي

- سيكون لها دور مهم وتأثير واضح في الأسواق المالية: المشتقات المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي والمؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية؛ وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة؛
33. نظراً لعدم صحة عقود المشتقات المالية التقليدية من الناحية الشرعية وذلك لما يشوبها من مخالفات ومحاذير شرعية كثيرة، فإنّ الأمر يستدعي تطهيرها وتخليصها من كافة المخالفات الشرعية التي تشوبها للاستفادة منها في التحوّط، مع ضرورة البحث في تطوير مشتقات مالية إسلامية يمكن استخدامها في التحوّط من تقلبات الأسعار، وذلك من خلال دراسة عقود المشتقات التقليدية المستخدمة للتحوّط، ومحاولة وضع البدائل الشرعية لتلك العقود مبنية على العقود المسماة، مثل: عقد السلم والاستصناع، بيع العربون.. الخ، أو استحداث عقود جديدة لتحقيق غرض التحوّط وإدارة المخاطر؛
34. العقود الآجلة هي عبارة عن اتفاقية بين طرفين: البائع والمشتري، بغرض شراء أو بيع أصل معيّن: سلعة أو عملة أو ورقة مالية، في تاريخ مستقبلي يُعرف بتاريخ التصفية أو تاريخ التسوية، وبسعر متّفق عليه بينهما عند إنشاء العقد، وهي غير جائزة شرعاً، وذلك لما يترتب عليها من: - تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، - يتم فيها تأجيل تسليم الثمن والمثمن وهذا من قبيل النسيئة بالنسيئة ودخلت بالتالي في معنى بيع الكالئ بالكالئ، - لا يترتب عليها تمليك المبيع للمشتري ولا الثمن للبائع عند إنشاء العقد، - تنتهي في الغالب بالتسوية النقدية بين المتعاقدين والمحاسبة على فروق الأسعار وهذا هو القمار بعينه؛
35. إذا ما كانت السلع مباحة شرعاً والعقود التي تمثّلها أو الأسهم المتداولة تمثّل شركات نشاطها مباح وأغراضها مشروعة، فإنّ العقود الآجلة في هذه الحالة أشبه ما تكون بعقود بيع السلم الجائز شرعاً، غير أنّه وحتى تكون العقود الآجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بد من توافر عدّة شروط منها: - تسليم الثمن حالاً في مجلس العقد، - يقوم البائع بتوفير السلعة المبيعة والمتّفق عليها عند حلول أجل التسليم، - أن يكون هدف المشتري هو الحصول فعلاً على السلعة المتّفق عليها وأن يتجنّب ويتفادى بيع سلع لم يقبضها ولم يمتلكها بعد؛
36. يعتبر البيع الآجل أحد الحلول التي تمّ اقتراحها كبديل شرعي للعقود الآجلة التي تُبرم في الأسواق المالية، إذ وبدل أن تكون كل من السلعة والثمن مؤجّلين مع جهالة الثمن المؤجل المستحق الذي يلتزم

المشتري بدفعه في موعد التصفية مهما كان هذا الثمن، فيمكن ووفق البيع الآجل أن يتم تسليم السلعة المراد بيعها، مع ضرورة معرفة وتحديد ثمنها وتأجيل سداده في وقت لاحق مستقبلاً يتفق عليه الطرفان؛

37. لا يجوز إبرام عقود المستقبلات لا على السلع، وعلى الأسهم ولا على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ولا على العملات ولا على المؤشرات، وذلك لما تتضمنه من: - اشتراط تأجيل تسليم المبيع أي الأسهم، - يتم فيها تأجيل البدلين الثمن والمثمن وهذا لا يجوز شرعاً لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، - لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدًا مستقبلياً فيكون بائعاً لما هو مملوك لغيره وأيضاً يبيع الإنسان ما لا يملكه، - تنتهي أغلب العقود المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهذا من القمار، - رغم أن مقصود العقود القبض إلا أن القبض في العقود المستقبلية ليس مقصوداً للمتعاقدين أصلاً، - تتضمن هذه العقود ربا النسبة المجمع على تحريمه وذلك بالنسبة للعقود المستقبلية على العملات وعلى الذهب والفضة؛

38. من أهم البدائل الشرعية للعقود المستقبلية التي تم اقتراحها عقد الاستصناع، حيث يمكن إصدار صكوك استصناع من قبل المؤسسات الإسلامية تكون أشبه بالعقود المستقبلية، يتم شراء هذه الصكوك من قبل جمهور المستثمرين، فإذا كان استصناع عقاري مثلاً؛ فيقوم المستثمرون بشراء ما يرغبون به من هذه الصكوك، وتتعهد المؤسسات المصدرة بشراء المصنوع بالربح الذي تعرضه، كما يمكن أيضاً لشركات الطيران استصناع ما تحتاجه من طائرات، بإصدار صكوك استصناع مخصصة لتمويل هذا الاستصناع وذلك وفق المواصفات المتفق عليها ثم تسليمها للمستصنع؛

39. لا يجوز إبرام عقود الخيارات المالية، وذلك لما تتضمنه من: - بيع الإنسان ما لا يملكه، - فيها شبهة الربا لأنه يتم معاوضة مال بمال مع زيادة، - أغلب عقود الخيارات صورية ولا يتم تنفيذها ولا يترتب عليها لا تمليك ولا تملك، - لا تخرج عن كونها عملاً من أعمال المقامرة والمراهنة، - تعارض عقود الخيارات مع قاعدة العدل بين المتعاقدين، - انطواء عقود الخيارات على بيع الإنسان ما ليس عنده، - يكتنفها غرر كبير وفاحش؛

40. لغرض تطوير عقود الخيارات المالية للاستفادة من مزاياها وتحليصها من كافة المخالفات الشرعية التي تكتنفها، يمكن تطوير عقود خيار الشراء على أساس بيع العربون إذا تم تعديلها وضبطها بالضوابط

الشرعية، وتطوير عقود خيار البيع على أساس البيع مع خيار الشرط بحيث تتحقق فيه أحكامه وضوابطه الشرعية؛

41. إنّ التوريق الذي يتم في المعاملات التقليدية لا يجوز شرعاً لأنّ الأصول التي يتم توريقها هي الديون، ومن أهم الاعتراضات الشرعية على عملية التوريق للديون: - أنّ هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو الربا بعينه، - أنّ توريق الديون يتم من خلال بيعها وبيع الدين إلى غير المدين غير جائز شرعاً، - يتم في عملية التوريق بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنّه من الربا، - في حالة إجازة بيع الدين لغير من هو عليه يُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون الدين حالاً والديون التي يجري توريقها مؤجلة؛

42. نظراً لأنّ المنافع والفوائد التي تتحقق من عملية التوريق كثيرة ومتعددة فيجب نقل العملية من التحريم إلى الإباحة، وذلك بأن يكون محل البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل مدرّاً للتدفقات النقدية إلى غير ذلك من الشروط والضوابط الشرعية التي تتم في إطار ما يعرف بالتصكيك الإسلامي، الذي يتم من خلاله تحويل الموجودات التي تُدر دخلاً وتكون مقبولة شرعاً، إلى صكوك قابلة للبيع والتداول في الأسواق المالية وفقاً للضوابط الشرعية، فهو يخضع لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية في جميع أجزائه ومراحلته وإجراءاته؛

43. لقد أنشئت المؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وهي مؤشرات تسير على خطى الأسهم الخاضعة للشريعة الإسلامية في جميع أنحاء العالم، ومن أهمها مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية التي صدرت لتكون أول مؤشر معياري للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم، حيث تقوم بقياس الأداء الاستثماري لشركات عالمية تعمل في أنشطة مباحة وذات أغراض وأهداف مشروعة، ولا تستثمر أموالها في صناعات تخالف الشريعة الإسلامية كصناعة الكحوليات أو التبغ...

44. بالإضافة إلى ما تقوم به هذه المؤشرات من حيث استخدامها لتقييم أداء أسهم الشركات، فهي تخدم أيضاً الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية وتماشى مع أحكام الشريعة في نفس الوقت، ويمكن لأي شركة أن تدرج في المؤشر إذا انطبقت عليها شروط الهيئة الشرعية، فهذه المؤشرات تجمع بين مبادئ

الاستثمار الإسلامي وبين ما تتسم به مؤشرات داو جونز من منهجية تميزها الموضوعية والشفافية والقائمة على مجموعة من القواعد.

❁ مقترحات الدراسة: في ضوء النتائج التي تمّ التوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم

المقترحات والتوصيات التالية:

1. يتطلّب إنشاء سوق مالية إسلامية ضرورة إصدار القوانين والتشريعات واللوائح المالية التي تختص بتأسيسها، وفي نفس الوقت تنظّم وتحكم إجراءات التعامل فيها، كما أنّها تسهّل عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية فيها، وذلك حتى لا تتعرّض للمقامرات والمضاربات التي تؤدّي إلى الانحراف بالمدخرات عن الاستثمار في المشروعات التي تحتاجها التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية؛
2. ضرورة 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؛
3. ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفّل 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 الحكم الشرعي لها لتعديلها أو إيجاد البدائل الشرعية لها؛
4. ضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية تلبيةً لمقتضيات التعامل في السوق المالية الإسلامية؛
5. زيادة نطاق التعاون والتنسيق المشترك بين الأسواق المالية في الدول الإسلامية والتقارب فيما بينها لتبادل خبراتها والاستفادة من تجارب الآخرين، ويمكن في هذا الإطار الاستفادة من تجارب الدول العربية والإسلامية التي خاضت تجربة إنشاء السوق المالية الإسلامية، ومعرفة مختلف الإجراءات والسياسات المتبعة وأهم الخطوات والمراحل المنتهجة؛
6. العمل على تقوية وتعزيز الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين الأسواق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية؛
7. منح كافة الصلاحيات اللازمة لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية لزيادة فعاليتها والقيام بواجبها على أكمل وجه وبجياذبة تامّة، وفي هذا السياق فإنّه يتعيّن وضع معايير خاصّة لاختيار وانتقاء أعضاء الهيئة، وصياغة قوانين وقواعد وضوابط أساسية لتنظيم مهنة الفتوى والرقابة الشرعية؛

8. اتخاذ كافة الإجراءات والاحتياطات اللازمة لضمان خلو السوق المالية الإسلامية من كافة الأساليب والممارسات اللاأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية وعدم ترك الفرصة للمتلاعبين، وذلك من خلال العمل على تقوية الأنظمة الرقابية فيها؛
9. تعتمد كفاءة السوق المالية الإسلامية على حسن اختيار الموارد البشرية التي تؤمن بفكرة العمل المالي الإسلامي، وفي نفس الوقت تملك المؤهلات والخبرات العلمية والفنية والشرعية الكافية واللازمة؛
10. العمل على تقديم دورات تدريبية وورشات عمل خاصة للعاملين والمتعاملين في الأسواق المالية في الدول الإسلامية، مع ضرورة الاهتمام بتأسيس معاهد خاصة للتدريب لغرض تطوير الكوادر البشرية، ويمكن في هذه الحالة الاستعانة ببعض الخبراء من الدول ذات التجربة في هذا المجال.

❁ **آفاق الدراسة:** من خلال الخوض في مسائل هذا البحث، تبين بأن له جوانب هامة ومكملة لازالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل والتي يمكن أن تكون كمقترحات لأبحاث أخرى، ولعل من أهمها:

1. دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية؛
2. أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء السوق المالية الإسلامية؛
3. أثر تداول الأدوات المالية الإسلامية المشتقة على أداء الأسواق المالية العربية؛
4. أثر نظام المعلومات المالي ودوره في رفع كفاءة السوق المالية الإسلامية؛
5. أهمية الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في السوق المالية الإسلامية؛
6. أهمية استخدام التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية الإسلامية؛
7. أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على المكونات التنظيمية للسوق المالية الإسلامية كآلية للرفع من كفاءة أدائها؛
8. تقدير واختبار دقة نماذج التنبؤ بأسعار الأسهم الإسلامية في الأسواق المالية العربية.

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الحد الأدنى للتغير في السعر في سوق الكويت للأوراق المالية.	103
02	سجل التسعير بالمقارنة.	108
03	أهم الفروقات بين التسعير الدوري والتسعير المستمر.	111
04	الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	119
05	صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	120
06	صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	121
07	صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	122
08	أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012).	122
09	الصكوك المصدرة والمدرجة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	123
10	عدد الشركات المسجلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	186
11	تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013.	187
12	نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012.	191
13	نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال النصف الأول من سنة 2013.	192
14	المصارف الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	196
15	شركات الخدمات المالية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	197
16	شركات التأمين التكافلي المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	197
17	الشركات العقارية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	198
18	الشركات الصناعية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	198
19	شركات المواد الأساسية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	199
20	شركات النفط والغاز الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	200
21	الشركات العاملة في التكنولوجيا الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	200
22	الشركات العاملة في قطاع الأدوات المالية الإسلامية والمتوافقة والمدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	201
23	شركات الاتصالات الإسلامية والمتوافقة والمدرجة في سوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	201
24	شركات الخدمات الاستهلاكية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	201
25	شركات السلع الاستهلاكية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	202
26	شركات الرعاية الصحية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	202
27	نسب الشركات الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	203
28	توزع الشركات الإسلامية حسب نشاط التداول على قطاعات سوق الكويت في النصف الأول 2013.	206

210	القيمة السوقية لأسهم الشركات الإسلامية خلال التّصف الأول 2013.	29
218	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم.	30
219	الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.	31
252	تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميًا من سنة 2001 إلى 2012.	32
254	إجمالي الصكوك المصدرة عالميًا خلال الفترة (الربع الأول 2011 - الربع الثاني 2013).	33
273	إجمالي الصكوك المصدرة والمدرجة عالميًا خلال الفترة (2001- 2012)	34
276	الصكوك التي تم إدراجها في الأسواق المالية خلال التّصف الأول 2013.	35
278	الصكوك الإسلامية المدرجة بسوق دبي المالي في سنة 2013.	36
281	الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية سنة 2013.	37
282	تطور قيم التداول في سوق الصكوك السعودية خلال الفترة (2009-2013).	38
283	الصكوك المتداولة في السوق المالية السعودية في سنة 2012.	39
284	ملخص الصفقات التي تمت في سوق الصكوك والسندات السعودية في التّصف الأول 2013.	40
286	الصكوك المدرجة في بورصة البحرين في النصف الأول من سنة 2013.	41
337	عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية في التّصف الأول من سنة 2013.	42
337	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001- 2012).	43
338	نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال التّصف الأول 2013.	44
339	القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة 2001-2012.	45
340	نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية لسنة 2012.	46
341	نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية خلال التّصف الأول من سنة 2013.	47
348	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم المحلية) خلال التّصف الأول 2013.	48
349	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الدولية) خلال التّصف الأول 2013.	49
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الأمريكية) خلال التّصف الأول 2013.	50
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة : الأسهم الأوروبية) خلال التّصف الأول 2013.	51
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الآسيوية) خلال التّصف الأول 2013.	52
351	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم العربية) خلال التّصف الأول 2013.	53
352	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: السندات الدولية) خلال التّصف الأول 2013.	54
352	الصناديق الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: أسواق النقد بالعملات الأجنبية) خلال التّصف الأول 2013.	55
353	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: أسواق النقد بالريال السعودي) خلال التّصف الأول 2013.	56
353	صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية (فئة: مريحة بعملات الأجنبية) خلال التّصف الأول 2013.	57
354	صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية (فئة: مريحة بالريال السعودي) خلال التّصف الأول 2013.	58

فهرس الجداول.....دور الأدوات المالية الإسلامية في تشييط وتطویر السوق المالية الإسلامية...

354	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: متوازن محلی) خلال التّصف الأول 2013.	59
355	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: متوازن دولي) خلال التّصف الأول 2013.	60
356	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة : العقارية) خلال التّصف الأول 2013.	61
356	الوزن النسبي لصنادیق الاستثمار الإسلامية العاملة بالسوق السعودية خلال التّصف الأول 2013.	62
359	صنادیق المؤشرات التي تتداول وحداتها في السوق المالية السعودية حتى التّصف الأول 2013.	63
359	قیم الأصول وعدد المشتركين في صنادیق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2011-2012).	64
359	نشاط تداول وحدات صنادیق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2011-2012).	65
421	المؤشرات المبنية على أساس السعر.	66
422	المؤشرات المبنية على أساس القيمة -1.	67
423	المؤشرات المبنية على أساس القيمة -2.	68
424	المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية.	69
424	المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية.	70
428	المزودين الأساسيين للمؤشرات الإسلامية لأسواق الأسهم الإسلامية.	71
430	الدول التي تتضمنها مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية.	72

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الحد الأدنى للتغير في السعر في سوق الكويت للأوراق المالية.	103
02	سجل التسعير بالمقارنة.	108
03	أهم الفروقات بين التسعير الدوري والتسعير المستمر.	111
04	الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	119
05	صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	120
06	صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	121
07	صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	122
08	أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012).	122
09	الصكوك المصدرة والمدرجة في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).	123
10	عدد الشركات المسجلة في قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	186
11	تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من سنة 2008 إلى الربع الثاني 2013.	187
12	نشاط التداول على القطاعات في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة 2012.	191
13	نشاط التداول على القطاعات في السوق خلال النصف الأول من سنة 2013.	192
14	المصارف الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	196
15	شركات الخدمات المالية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	197
16	شركات التأمين التكافلي المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	197
17	الشركات العقارية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	198
18	الشركات الصناعية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	198
19	شركات المواد الأساسية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	199
20	شركات النفط والغاز الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	200
21	الشركات العاملة في التكنولوجيا الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	200
22	الشركات العاملة في قطاع الأدوات المالية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	201
23	شركات الاتصالات الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	201
24	شركات الخدمات الاستهلاكية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	201
25	شركات السلع الاستهلاكية الإسلامية والمتوافقة المدرجة في سوق الكويت في النصف الأول 2013.	202
26	شركات الرعاية الصحية الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت في النصف الأول 2013.	202
27	نسب الشركات الإسلامية والمتوافقة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	203
28	توزع الشركات الإسلامية حسب نشاط التداول على قطاعات سوق الكويت في النصف الأول 2013.	206

210	القيمة السوقية لأسهم الشركات الإسلامية خلال التّصف الأول 2013.	29
218	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم.	30
219	الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.	31
252	تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالميًا من سنة 2001 إلى 2012.	32
254	إجمالي الصكوك المصدرة عالميًا خلال الفترة (الربع الأول 2011 - الربع الثاني 2013).	33
273	إجمالي الصكوك المصدرة والمدرجة عالميًا خلال الفترة (2001- 2012)	34
276	الصكوك التي تم إدراجها في الأسواق المالية خلال التّصف الأول 2013.	35
278	الصكوك الإسلامية المدرجة بسوق دبي المالي في سنة 2013.	36
281	الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية سنة 2013.	37
282	تطور قيم التداول في سوق الصكوك السعودية خلال الفترة (2009-2013).	38
283	الصكوك المتداولة في السوق المالية السعودية في سنة 2012.	39
284	ملخص الصفقات التي تمت في سوق الصكوك والسندات السعودية في التّصف الأول 2013.	40
286	الصكوك المدرجة في بورصة البحرين في النصف الأول من سنة 2013.	41
337	عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية في التّصف الأول من سنة 2013.	42
337	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001- 2012).	43
338	نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال التّصف الأول 2013.	44
339	القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة 2001-2012.	45
340	نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية لسنة 2012.	46
341	نشاط التداول على القطاعات في السوق المالية السعودية خلال التّصف الأول من سنة 2013.	47
348	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم المحلية) خلال التّصف الأول 2013.	48
349	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الدولية) خلال التّصف الأول 2013.	49
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الأمريكية) خلال التّصف الأول 2013.	50
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة : الأسهم الأوروبية) خلال التّصف الأول 2013.	51
350	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم الآسيوية) خلال التّصف الأول 2013.	52
351	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: الأسهم العربية) خلال التّصف الأول 2013.	53
352	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: السندات الدولية) خلال التّصف الأول 2013.	54
352	الصناديق الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: أسواق النقد بالعملات الأجنبية) خلال التّصف الأول 2013.	55
353	صناديق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: أسواق النقد بالريال السعودي) خلال التّصف الأول 2013.	56
353	صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية (فئة: مريحة بعملات الأجنبية) خلال التّصف الأول 2013.	57
354	صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية (فئة: مريحة بالريال السعودي) خلال التّصف الأول 2013.	58

فهرس الجداول.....دور الأدوات المالية الإسلامية في تشييط وتطویر السوق المالية الإسلامية...

354	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: متوازن محلی) خلال التّصف الأول 2013.	59
355	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة: متوازن دولي) خلال التّصف الأول 2013.	60
356	صنادیق الاستثمار الإسلامية بالسوق السعودية (فئة : العقارية) خلال التّصف الأول 2013.	61
356	الوزن النسبي لصنادیق الاستثمار الإسلامية العاملة بالسوق السعودية خلال التّصف الأول 2013.	62
359	صنادیق المؤشرات التي تتداول وحداتها في السوق المالية السعودية حتى التّصف الأول 2013.	63
359	قیم الأصول وعدد المشتركين في صنادیق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2011-2012).	64
359	نشاط تداول وحدات صنادیق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2011-2012).	65
421	المؤشرات المبنية على أساس السعر.	66
422	المؤشرات المبنية على أساس القيمة -1.	67
423	المؤشرات المبنية على أساس القيمة -2.	68
424	المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية.	69
424	المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية.	70
428	المزودين الأساسيين للمؤشرات الإسلامية لأسواق الأسهم الإسلامية.	71
430	الدول التي تتضمنها مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية.	72

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012).	122
02	تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008 - 2012).	187
03	تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013).	188
04	تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2012).	189
05	تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013).	189
06	تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012).	190
07	تطور عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013).	190
08	المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012.	194
09	المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول من سنة 2013.	194
10	الوزن النسبي للشركات الإسلامية والموافقة للشريعة والتقليدية المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	204
11	توزع الشركات الإسلامية على مختلف قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	205
12	توزيع كمية الأسهم الإسلامية المتداولة بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	207
13	توزيع قيمة الأسهم الإسلامية المتداولة بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	208
14	توزيع الصفقات بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	209
15	القيمة السوقية لأسهم الشركات الإسلامية خلال النصف الأول 2013.	211
16	تطور إصدار الصكوك الإسلامية من سنة 2001 إلى سنة 2012.	254
17	تطور إجمالي الصكوك المصدرة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.	255
18	تطور إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة (الربع الأول 2011 - الربع الثاني 2013).	256
19	محركات النمو في سوق الصكوك العالمي.	257
20	إصدارات الصكوك عالميا حسب العملة خلال الفترة (2001 - 2012).	258
21	إصدارات الصكوك عالميا حسب العملة في النصف الأول من سنة 2013.	259
22	تطور إجمالي الصكوك المصدرة حسب المناطق الرئيسية خلال الفترة (2001-2012).	261
23	إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة (2001-2012).	261
24	تطور إجمالي الصكوك المصدرة في ماليزيا.	262
25	إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال النصف الأول من سنة 2013.	263
26	إصدارات الصكوك عالميا حسب النوع خلال الفترة (2001-2012).	264
27	توزيع الصكوك الإسلامية عالميا حسب أنواعها خلال النصف الأول من سنة 2013.	265
28	إصدارات الصكوك عالميا حسب القطاع خلال الفترة (2001-2012).	266

267	توزيع الصكوك الإسلامية عالميًا حسب القطاع خلال النّصف الأول من سنة 2013.	29
268	الصكوك المصدرة عالميًا حسب الجهة المصدرة خلال الفترة (2001-2012).	30
269	الصكوك المصدرة عالميًا حسب الجهة المصدرة خلال النّصف الأول من سنة 2013.	31
270	الصكوك المصدرة عالميًا حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2012).	32
270	الصكوك المصدرة عالميًا حسب نوع السوق خلال النّصف الأول من سنة 2013.	33
274	عدد وحجم الصكوك المدرجة خلال الفترة (2001-2012).	34
274	عدد وحجم الصكوك المدرجة في الأسواق المحلية والدولية خلال الفترة (2001-2012).	35
275	توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها وقيمتها في الأسواق المالية سنة 2012.	36
276	إجمالي صكوك إمارة دبي المدرجة محليًا وخارجيًا سنة 2013.	37
283	الصفقات المنقّذة في سوق الصكوك السعودية سنة 2012.	38
284	أداء مؤشر سوق الصكوك والسندات السعودية خلال الفترة (2011-2013).	39
289	إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية خلال الفترة (2007-2012).	40
290	إجمالي الصكوك المصدرة حسب أجل استحقاقها خلال الفترة (2001-2012).	41
338	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001 - 2012).	42
340	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012).	43
342	تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2001 - 2012).	44
343	المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال النّصف الأول من سنة 2013.	45
344	تطور صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة (2005-2012).	46
346	توزيع صناديق الاستثمار الإسلامية حسب فئة الأصول سنة 2012.	47
347	توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب البلد سنة 2012.	48

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012).	122
02	تطور حجم التداول في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (2008-2012).	187
03	تطور حجم التداول في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012- الربع الثاني 2013).	188
04	تطور حجم السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008 - 2012).	189
05	تطور قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (الربع الأول 2012 - الربع الثاني 2013).	189
06	تطور عدد الصفقات في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2012).	190
07	تطور عدد الصفقات في سوق الكويت خلال الفترة (الربع الأول 2012- الربع الثاني 2013).	190
08	المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2012.	194
09	المؤشر العام لسوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول من سنة 2013.	194
10	الوزن النسبي للشركات الإسلامية والموافقة للشريعة والتقليدية المدرجة بسوق الكويت خلال النصف الأول 2013.	204
11	توزع الشركات الإسلامية على مختلف قطاعات سوق الكويت للأوراق المالية خلال النصف الأول 2013.	205
12	توزيع كمية الأسهم الإسلامية المتداولة بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	207
13	توزيع قيمة الأسهم الإسلامية المتداولة بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	208
14	توزيع الصفقات بحسب القطاعات خلال النصف الأول من سنة 2013.	209
15	القيمة السوقية لأسهم الشركات الإسلامية خلال النصف الأول 2013.	211
16	تطور إصدار الصكوك الإسلامية من سنة 2001 إلى سنة 2012.	254
17	تطور إجمالي الصكوك المصدرة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.	255
18	تطور إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة (الربع الأول 2011 - الربع الثاني 2013).	256
19	محركات النمو في سوق الصكوك العالمي.	257
20	إصدارات الصكوك عالميا حسب العملة خلال الفترة (2001 - 2012).	258
21	إصدارات الصكوك عالميا حسب العملة في النصف الأول من سنة 2013.	259
22	تطور إجمالي الصكوك المصدرة حسب المناطق الرئيسية خلال الفترة (2001-2012).	261
23	إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال الفترة (2001-2012).	261
24	تطور إجمالي الصكوك المصدرة في ماليزيا.	262
25	إجمالي إصدارات الصكوك حسب الدول خلال النصف الأول من سنة 2013.	263
26	إصدارات الصكوك عالميا حسب النوع خلال الفترة (2001-2012).	264
27	توزيع الصكوك الإسلامية عالميا حسب أنواعها خلال النصف الأول من سنة 2013.	265
28	إصدارات الصكوك عالميا حسب القطاع خلال الفترة (2001-2012).	266

267	توزيع الصكوك الإسلامية عالميًا حسب القطاع خلال النّصف الأول من سنة 2013.	29
268	الصكوك المصدرة عالميًا حسب الجهة المصدرة خلال الفترة (2001-2012).	30
269	الصكوك المصدرة عالميًا حسب الجهة المصدرة خلال النّصف الأول من سنة 2013.	31
270	الصكوك المصدرة عالميًا حسب نوع السوق خلال الفترة (2001-2012).	32
270	الصكوك المصدرة عالميًا حسب نوع السوق خلال النّصف الأول من سنة 2013.	33
274	عدد وحجم الصكوك المدرجة خلال الفترة (2001-2012).	34
274	عدد وحجم الصكوك المدرجة في الأسواق المحلية والدولية خلال الفترة (2001-2012).	35
275	توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها وقيمتها في الأسواق المالية سنة 2012.	36
276	إجمالي صكوك إمارة دبي المدرجة محليًا وخارجيًا سنة 2013.	37
283	الصفقات المنقّذة في سوق الصكوك السعودية سنة 2012.	38
284	أداء مؤشر سوق الصكوك والسندات السعودية خلال الفترة (2011-2013).	39
289	إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية خلال الفترة (2007-2012).	40
290	إجمالي الصكوك المصدرة حسب أجل استحقاقها خلال الفترة (2001-2012).	41
338	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2001 - 2012).	42
340	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية للفترة (2001-2012).	43
342	تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2001 - 2012).	44
343	المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال النّصف الأول من سنة 2013.	45
344	تطور صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة (2005-2012).	46
346	توزيع صناديق الاستثمار الإسلامية حسب فئة الأصول سنة 2012.	47
347	توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب البلد سنة 2012.	48

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ - ز	مقدمة عامة
57 - 01	الفصل الأول: المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية.
20 - 03	المبحث الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية وأنواعها.
10 - 04	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.
04	أولاً : تعريف السوق لغةً واصطلاحاً.
05	ثانياً : تعريف المال لغةً واصطلاحاً.
07	ثالثاً : تعريف السوق المالية الإسلامية.
20 - 11	المطلب الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية.
11	أولاً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها.
17	ثانياً : أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.
39 - 21	المبحث الثاني: مهام السوق المالية الإسلامية ومبادئها.
31 - 22	المطلب الأول: مهام ومميزات السوق المالية الإسلامية.
22	أولاً : أهمية السوق المالية الإسلامية.
25	ثانياً : وظائف السوق المالية الإسلامية.
28	ثالثاً : خصائص السوق المالية الإسلامية
39 - 32	المطلب الثاني: مبادئ وضوابط السوق المالية الإسلامية.
32	أولاً : خلوّ السوق المالية الإسلامية من كافة الممارسات اللأخلاقية.
35	ثانياً : المعايير الأخلاقية في الأسواق المالية التقليدية.
37	ثالثاً : المعايير الشرعية والأخلاقية في الأسواق المالية الإسلامية.
56 - 40	المبحث الثالث: مكونات السوق المالية الإسلامية ومتطلبات إنشائها.
51 - 41	المطلب الأول: مكونات السوق المالية الإسلامية.
41	أولاً : الجهاز المصرفي الإسلامي.
44	ثانياً : الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي.

46	ثالثًا: شركات السمسرة وصنّاع السوق للأوراق المالية الإسلامية.
47	رابعًا: الشركات الأخرى العاملة في مجال الأوراق المالية الإسلامية.
49	خامسًا: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني.
50	سادسًا: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق المالية الإسلامية.
56 - 52	المطلب الثاني: متطلبات إنشاء السوق المالية الإسلامية.
52	أولاً: توفير المناخ الاستثماري الملائم.
54	ثانيًا: توفر المؤسسات المالية الإسلامية.
56	ثالثًا: إجراءات تطوير أداء السوق وتعزيز الشفافية.
57	خلاصة الفصل الأول.
136 - 59	الفصل الثاني: تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية.
83 - 60	المبحث الأول: التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية.
66 - 61	المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية.
61	أولاً: الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية.
65	ثانيًا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.
76 - 67	المطلب الثاني: أعضاء السوق المالية الإسلامية.
67	أولاً: ماهية وسطاء السوق المالية الإسلامية.
69	ثانيًا: الشروط الواجب توافرها في وسطاء السوق المالية الإسلامية.
70	ثالثًا: الأشخاص المؤهلون لممارسة الوساطة في السوق المالية الإسلامية.
73	رابعًا: التزامات الوسطاء وشركات الوساطة.
83 - 77	المطلب الثالث: الرقابة على السوق المالية الإسلامية.
77	أولاً: هيئات الرقابة على السوق المالية الإسلامية.
81	ثانيًا: الرقابة الشرعية على السوق المالية الإسلامية.
112 - 84	المبحث الثاني: إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية.
92 - 85	المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية.
85	أولاً: دوافع ومزايا قيد الأوراق المالية في السوق.
87	ثانيًا: شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق.
90	ثالثًا: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.

98 - 93	المطلب الثاني: أوامر السوق المالية الإسلامية.
93	أولاً : ماهية أوامر السوق المالية الإسلامية.
95	ثانياً : أنواع أوامر السوق المالية الإسلامية.
112 - 99	المطلب الثالث: تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية.
99	أولاً : مفهوم التسعير والعوامل المؤثرة في تحديده.
105	ثانياً : طرق تحديد أسعار الأوراق المالية الإسلامية.
135 - 113	المبحث الثالث: التجارب العملية لإنشاء سوق مالية إسلامية.
124 - 114	المطلب الأول: تجربة ماليزيا في إنشاء السوق المالية الإسلامية.
114	أولاً : سوق رأس المال الماليزي.
116	ثانياً : سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
129 - 125	المطلب الثاني: تجربة البحرين في إنشاء السوق المالية الإسلامية.
125	أولاً : مفهوم ونشأة السوق المالية الإسلامية الدولية.
127	ثانياً : وظائف وأهداف السوق المالية الإسلامية الدولية.
135 - 130	المطلب الثالث: تجربة دبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية.
130	أولاً : نظرة عامة على سوق دبي المالي.
132	ثانياً: تحوّل سوق دبي المالي إلى سوق مالي إسلامي عالمي.
133	ثالثاً: معايير تملك وتداول الأدوات المالية الإسلامية.
136	خلاصة الفصل الثاني.
236-137	الفصل الثالث: دور الأسهم في تشييط وتطوير السوق المالية الإسلامية حالة سوق الكويت للأوراق المالية.
181 - 139	المبحث الأول: مفهوم وخصائص الأسهم وأنواعها.
149 - 140	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسهم.
140	أولاً : تعريف الأسهم.
141	ثانياً: خصائص الأسهم.
144	ثالثاً: الحقوق التي تمنحها الأسهم لمالكها.
146	رابعاً: قيم الأسهم وأحكامها.
161 - 150	المطلب الثاني: أنواع الأسهم المتداولة في السوق المالية الإسلامية.

169	أولاً : أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة المقدمة.
152	ثانياً : أنواع الأسهم من حيث الشكل.
155	ثالثاً : أنواع الأسهم من حيث الحقوق.
159	رابعاً : أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك وعدمه.
182 - 162	المبحث الثاني: ضوابط إصدار وتداول الأسهم.
172 - 163	المطلب الأول: ضوابط إصدار الأسهم.
163	أولاً : القواعد والشروط العامة للإصدار.
166	ثانياً : نظام الاكتتاب وطرق تصريف الإصدار.
169	ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الأسهم.
171	رابعاً : إصدار الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا
182 - 173	المطلب الثاني: ضوابط تداول الأسهم.
173	أولاً : مفهوم وطرق تداول الأسهم.
175	ثانياً : القيود القانونية الواردة على تداول الأسهم.
177	ثالثاً : الضوابط الشرعية لتداول الأسهم.
178	رابعاً : تصنيف الشركات من حيث جواز تملك وتداول أسهمها.
211 - 183	المبحث الثالث: دور أسهم الشركات الإسلامية في تطوير سوق الكويت للأوراق المالية.
195 - 184	المطلب الأول : نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية.
184	أولاً : نشأة وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية.
186	ثانياً : خصائص سوق الكويت للأوراق المالية.
211 - 196	المطلب الثاني: أهمية الشركات الإسلامية في تشييط سوق الكويت للأوراق المالية.
196	أولاً : الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية.
203	ثانياً: أهمية ومكانة الشركات الإسلامية المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية.
212	خلاصة الفصل الثالث.
293-213	الفصل الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تشييط وتطوير السوق المالية الإسلامية حالة بعض الأسواق المالية العربية.
232 - 215	المبحث الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية وأنواعها.
222 - 216	المطلب الأول: مفهوم وخصائص الصكوك الإسلامية.
216	أولاً : مفهوم الصكوك الإسلامية.

217	ثانياً : خصائص الصكوك الإسلامية.
218	ثالثاً : الفرق بين الصكوك الإسلامية وغيرها من الأوراق المالية.
220	رابعاً : أهمية ودور الصكوك الإسلامية.
232 - 223	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية.
223	أولاً : الصكوك القائمة على عقود الشراكة.
227	ثانياً : الصكوك القائمة على أساس عقد الإجارة.
230	ثالثاً: الصكوك القائمة على أساس عقد البيع.
250 - 233	المبحث الثاني: ضوابط إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
242 - 234	المطلب الأول: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية.
234	أولاً : أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية.
237	ثانياً : التنظيم القانوني لإصدار الصكوك الإسلامية.
240	ثالثاً : الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.
250 - 243	المطلب الثاني: ضوابط تداول الصكوك الإسلامية.
243	أولاً : المكونات الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية.
248	ثانياً: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية
292 - 251	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تشييط وتفعيل الأسواق المالية.
270 - 252	المطلب الأول: نظرة عامة على سوق الصكوك الإسلامية.
252	أولاً : تطوّر إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً.
258	ثانياً : إصدارات الصكوك عالمياً حسب العملة.
260	ثالثاً : إصدارات الصكوك حسب البلد.
264	رابعاً : إصدارات الصكوك عالمياً حسب النوع.
266	خامساً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب القطاع.
267	سادساً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب جهة الإصدار.
269	سابعاً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب نوع السوق.
292 - 271	المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية في تشييط الأسواق المالية.
271	أولاً : أهمية إدراج الصكوك الإسلامية في تفعيل وظيفة الأسواق المالية.
272	ثانياً : واقع الصكوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية.
287	ثالثاً : معوّقات تطوّر الصكوك الإسلامية وسبل نجاحها.

293	خلاصة الفصل الرابع.
362-294	الفصل الخامس : دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تشييط وتطور السوق المالية الإسلامية حالة السوق المالية السعودية.
314 - 296	المبحث الأول: مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار الإسلامية وأنواعها.
305 - 297	المطلب الأول: مزايا ومميزات صناديق الاستثمار الإسلامية.
297	أولاً : مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.
298	ثانياً : خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية.
300	ثالثاً : آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية.
302	رابعاً : مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية.
314 - 306	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.
306	أولاً : تصنيف صناديق الاستثمار من حيث مكــــوناتها.
312	ثانياً : تصنيف صناديق الاستثمار من حيث هيكل رأس المال.
313	ثالثاً : تصنيف صناديق الاستثمار من حيث أهدافها.
332 - 315	المبحث الثاني: ضوابط إصدار وتداول الوحدات الاستثمارية.
321 - 316	المطلب الأول: ضوابط ومتطلبات طرح الوحدات الاستثمارية للاكتتاب العام.
316	أولاً : مرحلة طرح الوحدات الاستثمارية للاكتتاب.
319	ثانياً : وظائف والتزامات مدير الصندوق.
326 - 322	المطلب الثاني: ضوابط تداول الوحدات الاستثمارية.
322	أولاً : الاسترداد وإعادة شراء الوحدات الاستثمارية.
324	ثانياً : أحكام تداول الوحدات الاستثمارية.
332 - 327	المطلب الثالث: متطلبات شروط وأحكام الصناديق الاستثمارية السعودية.
361 - 333	المبحث الثالث: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في السوق المالية السعودية.
343 - 334	المطلب الأول: نظرة عامة على السوق المالية السعودية.
334	أولاً : أهداف ووظائف السوق المالية السعودية.
336	ثانياً : خصائص السوق المالية السعودية.
361 - 344	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة بالسوق السعودية.
344	أولاً : تطوّر صناديق الاستثمار الإسلامية.

347	ثانيًا : أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة بالسوق السعودية.
362	خلاصة الفصل الخامس.
434-363	الفصل السادس: دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية.
428 - 365	المبحث الأول: المشتقات المالية الإسلامية.
372 - 366	المطلب الأول: العقود الآجلة.
366	أولاً : مفهوم وخصائص العقود الآجلة.
368	ثانيًا : العقود الآجلة من منظور الشريعة الإسلامية.
370	ثالثًا : البدائل الشرعية للعقود الآجلة.
381 -373	المطلب الثاني: العقود المستقبلية.
373	أولاً : مفهوم وخصائص العقود المستقبلية.
377	ثانيًا : العقود المستقبلية في ميزان الفقه الإسلامي.
380	ثالثًا : البدائل الشرعية للعقود المستقبلية.
393 -382	المطلب الثالث: عقود الخيارات المالية.
382	أولاً : مفهوم وخصائص عقود الخيارات المالية وأنواعها.
388	ثانيًا : عقود الخيارات المالية في ميزان الفقه الإسلامي.
425	ثالثًا : البدائل الشرعية لعقود الخيارات المالية.
448 - 394	المبحث الثاني: التصكيك الإسلامي.
402 -395	المطلب الأول: التوريق التقليدي.
395	أولاً : مفهوم التوريق التقليدي.
396	ثانيًا : أطراف عملية التوريق التقليدي.
398	ثالثًا : إجراءات التوريق التقليدي.
400	رابعًا : أساليب التوريق التقليدي.
401	خامسًا: التكيف الفقهي لعملية التوريق التقليدي.
407 -403	المطلب الثاني: مفهوم وأهمية التصكيك الإسلامي.
403	أولاً : مفهوم عملية التصكيك الإسلامي.
404	ثانيًا : ضوابط عملية التصكيك الإسلامي.
406	ثالثًا : أطراف عملية التصكيك الإسلامي.
413-408	المطلب الثالث: أهمية ومميزات التصكيك الإسلامي.

408	أولاً : الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.
410	ثانياً : الأهمية الاقتصادية لعملية التصكيك الإسلامي.
433 -414	المبحث الثالث: دور المؤشرات الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية.
424 -415	المطلب الأول: مؤشرات الأسواق المالية التقليدية.
415	أولاً : مفهوم مؤشر السوق المالية.
416	ثانياً : مزايا واستخدامات المؤشر.
418	ثالثاً : أنواع مؤشرات السوق المالية.
420	رابعاً : الخصائص الواجب توفرها عند تصميم المؤشرات.
421	خامساً : أساليب بناء مؤشرات السوق المالية.
433 -425	المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية.
425	أولاً : أهمية مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية.
429	ثانياً : مؤشرات داو جونز للأسواق المالية الإسلامية.
434	خلاصة الفصل السادس.
435	الخاتمة.
452	قائمة المراجع.
471	فهرس الجداول.
475	فهرس الأشكال.
478	فهرس الملاحق.
484	فهرس المحتويات.

الملخص:

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة ومميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة والأساسية في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصة في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدور بالغ الأهمية في عمليات التمويل المالي اللأبروي للمشاريع الاقتصادية المختلفة، ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية لها مميزاتا وخصائصها التي تختص بها، ومبادئها وضوابطها التي تنقيد بها، وعناصرها ومؤسستها التي تدعمها، وقوانينها وأنظمتها التي تنظمها، وخاصة أدواتها المالية المتداولة فيها بحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة.

حيث تبين أن أولى الخطوات وأهمها إنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس متينة ومنيعة، تكمن في مدى توفر ووجود الأدوات المالية الإسلامية التي تنضبط بالضوابط الشرعية إصداراً وتداولاً، ولذلك فقد جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث تبين أن نجاح هذه السوق وتطويرها يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع وتطوير الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، حيث أن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يضفي النجاح والتميز على أداء السوق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها، كما تبين أيضاً أنه ومن خلال الهندسة المالية الإسلامية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

Abstract:

Occupies the Islamic financial market have an important place and distinct systems in the contemporary economic, and is considered one of the important elements and fundamental in the financial sector, which represents the backbone of the economic development process, especially in Muslim countries, where you play a critical role in the financing, financial Allarboa for projects of different economic, and therefore has taken the theme establishment and development of Islamic financial market has its advantages and characteristics that are specific to, and principles and controls that adhere to it, and its elements and its institutions which support it, and laws and regulations governed by, and in particular its financial instruments traded which is of great importance in recent years.

It was found that the first steps, the most important for the establishment of a financial market Islamic based on solid foundations and strong, lies in the availability and the presence of Islamic financial instruments which adjust adequately controls the legitimate version and traded, so they came this study to shed light on the role and importance of Islamic financial instruments, particularly those compliant equities and the provisions of Islamic law and Islamic Sukuk and Islamic Investment Funds in promoting and developing the Islamic financial market, where it was found that the success of this market and its development depends closely on the diversity and the development of Islamic financial instruments traded in, as the availability of more than one alternative for investors to confer success and excellence on the performance of the financial market and is of the most prominent factors of growth, cohesion, and also shows that through Islamic Finance Engineering can be developed and innovative financial instruments Muslim will expand and revitalize the Islamic financial market, which complement and contribute to the development of Islamic banking on the one hand, and is working to strengthen economic growth in the Islamic countries on the one hand other.