

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف-1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث-ل م د-

التخصص: مالية واقتصاد إسلامي

الشعبة: علوم اقتصادية

تحت عنوان:

استراتيجية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية وسبل إدماجها في

الأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالي الجزائري-

تحت إشراف :

د. عويسي أمين

د. كتاف شافية

من إعداد الطالبة:

بويريمة عائشة

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
شودار حمزة	أستاذ محاضر-أ-	جامعة سطيف 1	رئيسا
عويسي أمين	أستاذ محاضر-أ-	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
كتاف شافية	أستاذ محاضر-أ-	جامعة سطيف 1	مشرفا مساعدا
فرج الله أحلام	أستاذ محاضر-أ-	جامعة سطيف 1	مناقشا
يونس شعيب	أستاذ محاضر-أ-	جامعة الأمير عبد القادر قسنطينة	مناقشا
بن منصور موسى	أستاذ التعليم العالي	جامعة برج بوعريوج	مناقشا

السنة الجامعية: 2020-2021

إهداء

إلى الوالدين الكريمين

إلى إخوتي وأخواتي

إلى عائلة أخي وأولاده

إلى جميع صديقاتي

إلى جميع أساتذتي

وإلى كل الأهل والأقارب

إلى كل من قدم لي خدمة أو كلمة طيبة

إلى كل هؤلاء أهدي هذا البحث المتواضع.



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

" رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدِيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحاً تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ "

الحمد والشكر لله الموفق الذي تتم به الأعمال الصالحات، إن الشكر ترجمان النية ولسان الطوية وشاهد الإخلاص ومن لا يشكر الناس لا يشكر الله.

وأتقدم بالشكر الخالص إلى من مهدا لي طريق النجاح والعلم والنور

إلى والدي الكريمين الغاليين أدامهما الله ورعاهما

إلى الإخوة والأخوات الأعزاء

إلى كل الصديقات المؤنسات

وإلى كل الأهل والأقارب

إلى كل أساتذتي من بداية مشواري الدراسي إلى غاية نهايته، الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة،

الأساتذة المشرفين "الأستاذ عويسي أمين" و "الأستاذة كتاف شافية" وعلى رأسهم "الأستاذ جبار محفوظ" شاكرة لهم قبولهم الإشراف على الأطروحة

وإثرائها بالملاحظات والنصح والإرشاد، سائلة المولى لهم مزيدا من النجاح والتوفيق.

ورد أن المنزي كاتب الإمام الشافعي، رحمهما الله، قال:

"قرأت كتاب الرسالة على الشافعي ثمانين مرة، فما من مرة إلا وكان يقف على خطأ، فقال الشافعي، هيه، أبي الله أن يكون كتابا صحيحا غير كتابه".

وذكر ابن قيم الجوزية في مقدمة كتابه (طريق الهجرتين):

"فيا أيها القارئ له والناظر فيه، هذه بضاعة صاحبها المزجاة مسوقة إليك، وهذا فهمه وعقله معروض عليك، لك غنمه، وعلى مؤلفه غرمه، ولك ثمرته، وعليه عائدته، فإن عدم منك حمدا وشكرا، فلا يعدم منك مغفرة وعترا".

وأورد عبد الرحمن ابن خلدون في خطبة كتابه (مقدمة ابن خلدون):

"...وأنا من بعدها موقن بالقصور، بين أهل العصور، معترف بالعجز عن المضاء، في مثل هذا القضاء، راغب في أهل اليد البيضاء، والمعارف المتسعة القضاء، في النظر بعين الانتقاد لا بعين الارتضاء والتغمد، لما يعثرون عليه بالإصلاح والإغضاء، فالبضاعة بين أهل العلم مزجاة، والإعتراف من اللوم منجاة، والحسنى من الإخوان مرتجاة، والله أسأل أن يجعل أعمالنا خالصة لوجهه الكريم، وهو حسبي ونعم الوكيل".

المقدمة

المقدمة

تمهيد:

تعتبر المالية الإسلامية أحد أهم المواضيع المطروحة على الساحة الاقتصادية على مستوى البلاد الإسلامية وغير الإسلامية، وذلك لما لها من دور كبير في الخروج من مخلفات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هذا من الناحية الاقتصادية، أما من الناحية الشرعية فهي تعتبر مقصدا شرعيا في البلاد الإسلامية لأنها الوحيدة التي تتلاءم مع فطرة الشعب المسلم وتدعو إلى تشغيل الأموال وتتميزها للحصول على عوائد مجزية تضمن تحقيق العدل والكفاية لأفراد المجتمع، أما في البلاد غير الإسلامية فتعتبر المالية الإسلامية أحد السبل التي أثبتت نجاعتها في تحقيق أهداف النشاط الاقتصادي والتقليل من الأزمات، بالإضافة إلى كونها مصدرا من مصادر الربح وكسب عملاء وحصص سوقية جديدة نظرا للقوة المالية والاقتصادية التي تحظى بها المؤسسات المالية التقليدية؛

ولقد عرفت المالية الإسلامية تطورا ملحوظا على عدة مستويات منها الصيرفة الإسلامية، التأمين التكافلي، صناديق الاستثمار الإسلامية وصولا إلى سوق مالي إسلامي، حيث يتم في هذا الأخير اجتماع كل المؤسسات المالية الإسلامية عارضين أو طالبين للمنتجات المالية الإسلامية بهدف الاستثمار وتحقيق الأرباح وللقيام بعمليات السوق المشروعة، غير أنه ولكي يتم تداول هذه المنتجات في السوق المالي الإسلامي يجب أن تخضع لمعيار الكفاءة الشرعية من خلال توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية من حيث الإصدار والتداول، وكذا معيار الكفاءة الاقتصادية وذلك بهدف تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة منها وهي أكبر عائد بأقل التكاليف وأدنى المخاطر؛ وتتنوع المنتجات المالية الإسلامية وتختلف حسب الأصل المالي الذي تستند إليه في الإصدار، أو حسب نوع النشاط الذي أصدرت من أجله...، وتبعاً لذلك تختلف تركيبة كل منتج وآلية عمله وطريقة تداوله والعوائد المتحققة منه...، ولضبط ذلك اختصت العديد من المجمع الفقهي والمؤسسات المالية الداعمة للمالية الإسلامية بوضع معايير وأسس لضمان السلامة الشرعية للمنتجات المالية المتداولة، حيث تعتبر هذه المعايير والقواعد الإطار العام لكيفية ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية قابلة للتداول في السوق المالي؛

وبالنظر إلى التطورات الحاصلة على المستوى الاقتصادي بصفة عامة وعلى مستوى المالية الإسلامية خاصة، فضلا عن المنافسة الشديدة من المؤسسات الربوية ذات رأس المال الكبير والتكنولوجيا العالية والخبرة المتراكمة، الأمر الذي يستدعي من المنظومة المؤسسية والتشريعية اتخاذ الإجراءات اللازمة والسياسات المدروسة التي تساعد على ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية ذات الكفاءة الشرعية والاقتصادية للدخول في السوق المالي، والقادرة على منافسة المنتجات المالية التقليدية من جهة وتلبية احتياجات العملاء من جهة أخرى على النحو الذي يضمن لها الاستمرار والتطور.

1. إشكالية البحث:

بالنظر إلى ضرورة وضع خطط واستراتيجيات لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية تضمن استثمار المال وتنميته وتلبي احتياجات مختلف المتعاملين في السوق المالي، وكفيلة بمسايرة التغيرات الحاصلة على المستوى المالي والاقتصادي، المحلي والدولي، وتحقيقاً للأهداف المرجوة سيتم من خلال هذا البحث الإجابة عن الإشكالية التالية:

- ما هي الإستراتيجية المناسبة لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية، وما هي السبل

الكفيلة بإدماجها في السوق المالي الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين؟

وتندرج ضمن الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما المقصود بمنتجات مالية إسلامية؟ وما الفرق بينها وبين المنتجات المالية التقليدية؟
- ما هو مفهوم الهندسة المالية الإسلامية والإبتكار المالي الإسلامي؟
- ما هي أهم الاستراتيجيات المناسبة لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية؟
- ما هو المقصود بإدماج منتجات مالية إسلامية في السوق المالي؟ وما هي ضوابطه الشرعية؟
- ما هي السبل الممكنة لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين؟

2. فرضيات البحث:

على ضوء إشكالية البحث يمكن صياغة مجموعة من الفرضيات والمتمثلة في:

- يعود الاختلاف الجوهرى بين المنتجات المالية التقليدية والمنتجات المالية الإسلامية في أساليب الابتكار والتطوير إلى استناد هذه الأخيرة على معايير المصدقية الشرعية فضلاً عن الكفاءة الاقتصادية؛
- يعتبر تحقيق التوافق بين التشريعات القانونية وقواعد الشريعة الإسلامية الاستراتيجية الأنسب لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية؛
- يرجع التقدم الذي شهدته بورصة البحرين مقارنة ببورصة الجزائر من ناحية إدماج المنتجات المالية الإسلامية وتداولها إلى تبنيها لأحدث التقنيات التكنولوجية والمالية.

3. أهمية البحث: تكمن أهمية هذا البحث في:

- إرساء القواعد الأساسية لابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال عرض مختلف المعايير والشروط اللازمة لبناء المنتجات المالية وفق قواعد الشريعة الإسلامية وما تقتضيه متطلبات الكفاءة الاقتصادية.

- عرض مختلف السبل الممكنة لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي على ضوء معايير الإدماج الضرورية وخصوصية المنتجات المالية الإسلامية، وذلك لتوسيع دائرة التعامل بها وتلبية احتياجات أكبر شريحة من المتعاملين.
- إيجاد حلول لمشاكل التمويل في النظام المالي الجزائري وذلك من خلال اقتراح بدائل أخرى للدخول إلى السوق المالي باستخدام منتجات مالية تتمتع بالاستقرار والمصدقية وتمكن من تحقيق عوائد مجزية لفئتي المدخرين والمستثمرين، ووفق منظومة من الأطر القانونية والتنظيمية والفنية والشرعية.

4. أهداف البحث:

- يهدف البحث في هذا الموضوع ومن خلال الاشكالية المطروحة سابقا إلى:
- تسليط الضوء على أهم المنتجات المالية الإسلامية الموجودة والممكن تداولها في السوق المالي الإسلامي، وكذا طرق وأساليب ابتكار منتجات مالية إسلامية جديدة وتطوير ما هو موجود منها؛
- التطرق إلى مفهوم السوق المالي وكيفية عمله، شروط التداول فيه، أهم الأدوات المالية الممكن إدراجها، لمعرفة ما مدى امكانية إدراج المنتجات المالية الإسلامية وفق هذه القواعد؛
- البحث عن سبل إدماج المنتجات المالية التقليدية وما يتوافق منها مع مبادئ الشريعة الإسلامية لفتح المجال أمام المنتجات المالية الإسلامية للدخول إلى السوق المالي وتلبية متطلبات واحتياجات الراغبين في الاستثمار بطريقة شرعية؛
- التعريف بالسوق المالي الجزائري، آلية عمله والمنتجات المالية المتداولة فيه، وكذا البحث في أسباب تأخره عن مواكبة متطلبات الهندسة المالية الإسلامية في إدماج منتجات مالية إسلامية مقارنة بغيره من البورصات الاقليمية والدولية مثل بورصة البحرين؛
- عرض تجربة بورصة البحرين في مجال الإصدار والتداول والأسس التي اعتمدت عليها لتحقيق أهدافها كسوق مالي رائد في مجال المالية الإسلامية، وذلك سواء من الناحية الفنية والتقنية، الإدارية والتشريعية، والبحث في مدى قدرة الجزائر للاستفادة من هذه التجربة.

5. منهج البحث:

- تمشيا مع متطلبات البحث وللإجابة على الفرضيات المطروحة تم اتباع:
- منهج التحليل الوصفي: في جمع وشرح المصطلحات وتوضيح المفاهيم المتعلقة بموضوع الأطروحة والعناصر التي تبرز مختلف جوانب الموضوع، وذلك بهدف الوصول إلى إجابة عن الاشكالية في شكل

نتائج تسهم في تغيير الجانب الفكري والتطبيقي، فضلا عن التعريف ببورصة الجزائر وبورصة البحرين وآلية عملهما وواقع المنتجات المتداولة والاستراتيجيات المتبعة في تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية.

- **منهج التحليل المقارن:** وذلك لما يقتضيه البحث من ضرورة التطرق لموضوع السوق المالي التقليدي وآلية عمله والأدوات المالية التقليدية وطريقة التعامل بها، وكذا تناول موضوع المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجية ابتكارها وتطويرها مقارنة بالأدوات المالية التقليدية ومتطلبات إدماجها في السوق المالي بما يتماشى وطبيعتها ومن خلال فرز ما يتوافق مع الشريعة الإسلامية وما يعارضها وفق أسلوب المقابلة؛ بالإضافة إلى الاستعانة بالتقارير السنوية والشهرية كإحصائيات تبين نشاط التداول في بورصة الجزائر وبورصة البحرين.

6. مصادر البحث:

- تم الاعتماد على مختلف مصادر المعلومات والبيانات التي من شأنها توضيح المفاهيم ورسم الأفكار حول الهندسة المالية الإسلامية واستراتيجياتها المتبعة في ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية، لمعرفة مدى إمكانية تطبيقها في الواقع العملي من خلال دمج هذه المنتجات في السوق المالي، وتنقسم هذه المصادر بين كتب وقواميس ومجلات محكمة وملتقيات علمية متفرقة، هذا في الجانب النظري؛
- أما الجانب التطبيقي: فتم فيه الاستعانة بالتقارير السنوية والملفات التوضيحية والبيانات والإحصائيات المتوفرة على مستوى موقع بورصة الجزائر وبورصة البحرين، بالإضافة إلى النشرات والمجلات الدورية المتعلقة بنشاط البورصة وتطور أدائها خلال العشر سنوات الأخيرة (2010-2019).

7. الدراسات السابقة:

تم اختيار موضوع البحث استنادا إلى بعض الدراسات السابقة التي تناولت بعض جوانب الموضوع سواء ما تعلق بالهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها أو بآلية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي، ومن أهم هذه الدراسات:

- **الدراسة الأولى:** محمد عمر جبار، سنة 2010، بعنوان: "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، بحث مقدم في: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع وتحديات المستقبل، الجمهورية العربية اليمنية، صنعاء، حيث أبرز فيه الكاتب الأسس التي تقوم عليها المنتجات المالية الإسلامية وخصائصها مقارنة بالمنتجات المالية التقليدية، بالإضافة إلى التطرق لواقع المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجيات تطويرها، متوصلا بذلك إلى نتيجة مفادها ضرورة وضع منهج واضح المعالم لتطوير الصناعة المالية الإسلامية يستند إلى أمهات كتب الفقه ويراعي مقاصد الشريعة الإسلامية وهذا ما سيتم تناوله من خلال هذا البحث بضبط المفاهيم وتحديد الاستراتيجيات الواجب اتباعها لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية.

- الدراسة الثانية: ليوسف بن عبد الله الشبيلي، سنة 2010، بعنوان: "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتتة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقويم-جامعة الملك عبد العزيز، جدة، تناول الكاتب في هذه الورقة تعريفًا موجزًا لأنواع الأسواق المالية والاوراق المالية، والتكليف الفقهي للأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية وأثر ذلك في حكم تداولها، ليتم الاستعانة بهذه الورقة من جهة وإثراء الموضوع أكثر من خلال التطرق لأنواع المنتجات المالية وتكييفاتها الفقهية، وسبل تطويرها وآليات التعامل بها في الأسواق المالية.
- الدراسة الثالثة: محمد الأمين خنيوة وحنان علي موسى، سنة 2011، بعنوان: "منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، بحث مقدم في: مجلة الواحات للبحوث والدراسات، غرداية، العدد 12، تم من خلال هذا البحث التطرق إلى موضوع الهندسة المالية التقليدية والإسلامية، ومختلف المنتجات المالية الإسلامية والإشكالات التي تواجهها، وتقديم بعض الاقتراحات والمناهج في سبيل تطويرها، وتم التوصل من خلال هذا البحث إلى أن الهندسة المالية لم تتوصل بعد إلى إيجاد منتجات أصيلة بعيدة عن المنتجات التقليدية سواء من حيث الشكل أو المضمون، كما أكدت على ضرورة إقامة مؤسسات البنى التحتية لتعزيز دور الهندسة المالية الإسلامية وإعطائها مصداقية أكثر، لذا سيتم التطرق لبعض هذه الجوانب في هذا البحث من خلال معرفة أهم الاستراتيجيات الواجب اتباعها لابتكار وتطوير منتجات مالية أصيلة يمكن إدماجها في السوق المالي من طرف مختلف المؤسسات المالية الإسلامية.
- الدراسة الرابعة: لعز الدين خوجة، سنة 2011، بعنوان: "تطوير المنتجات المالية الإسلامية- المنهجية والآلية-"، بحث مقدم في: ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، توصل الكاتب من خلال بحثه إلى أن المنتجات المالية الإسلامية لم تكن عند المستوى التطبيقي المأمول، لذا فإن الحاجة إلى تصميم وتطوير منتجات مالية جديدة تستجيب لاحتياجات العملاء وتطور الأسواق، يعتبر مطلبًا أساسيًا لكي تستمر الصناعة في نموها وانتشارها، وذلك من خلال الوقوف أمام المنهجية المناسبة لذلك وأهم العوامل المؤثرة فيها، ليصل في الأخير إلى نتيجة أن غياب المعيارية الشرعية يعتبر أكبر تحدي يواجه مسيرة تطوير المنتجات المالية الإسلامية، وسعيًا منا لإيجاد منهجية مناسبة لابتكار منتجات مالية إسلامية تم التطرق في هذا البحث إلى أهم المعايير التي يقوم عليها

بناء المنتجات المالية الإسلامية وهي الخروج من الخلاف الفقهي، وتحقيق التوافق بين القوانين الوضعية والقواعد الشرعية.

● الدراسة الخامسة: لمحمد سحنون وحنان العمرابي، سنة 2015، بعنوان: " اتجاهات تطوير المنتجات المالية على ضوء مقاصد الشريعة الإسلامية - دراسة للعقود الصورية -"، بحث مقدم في: مجلة الإحياء، العدد 18، تناول هذا البحث موضوع المنتجات المالية المستحدثة وضوابطها الشرعية، مقاصد الشريعة الإسلامية في تطوير المنتجات المالية، ضوابط تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ليتم التوصل إلى ضرورة وضع ضوابط لتطوير المنتجات المالية لتراعي مقاصد الشريعة الإسلامية.

● الدراسة السادسة: لأحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، سنة 2012، بعنوان: " تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، الجزائر، تضمنت هذه الورقة مبحثان: أولهما يدور حول تعريف الأسهم والصكوك، آليات تداولهما، حالاته، وحكمه، أما المبحث الثاني فيتضمن شروط وضوابط تداول الأسهم والصكوك من الناحية الشرعية، ليتم في الأخير عرض مختلف اتجاهات وآراء الفقهاء حول إصدار الأسهم والصكوك وتداولها، فضلا عن توضيح بعض الإشكالات التي تواجه المتعاملين لمحاولة إيجاد حلول لها، واستكمالا لهذا البحث سيتم التوسع في تناول الأدوات المالية الإسلامية بضبط المفاهيم والمبادئ وشروط التداول وحكمها الشرعي.

● الدراسة السابعة: لسعدي هاجر وعلام لامية، سنة 2014، بعنوان: " دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية-العقود المركبة نموذجاً-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، تم تناول هذا البحث بداية بالإطار المفاهيمي للهندسة المالية الإسلامية، منتجاتها وخصائصها، أنواع المنتجات بالتركيز على المنتجات المالية المركبة وضوابطها، تطبيقاتها المعاصرة، ليتم التوصل في الأخير إلى دور هذه المنتجات المركبة في تلبية احتياجات العملاء والمؤسسات المالية الإسلامية، والتي تم التطرق إليها في هذا البحث كأحد مخرجات الهندسة المالية الإسلامية وآليات بنائها وإدماجها في الأسواق المالية.

● الدراسة الثامنة: لحيرش فايزة، سنة 2016، بعنوان " واقع واستراتيجيات تطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية - إشكالية إدماج

المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري-، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، تم في هذا البحث التطرق لموضوع الهندسة المالية الإسلامية، مفهومها ومبادئها، من ثم منتجات الصناعة المالية الإسلامية وخصائصها، ليتم بعدها التطرق لمختلف الاستراتيجيات المتبعة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية، وخلصت الدراسة بحجم التحديات الكبيرة التي تواجهها الصناعة المالية الإسلامية، وإيجاد المنهج القويم لتحقيق الأهداف المرجوة، وهذا ما سنحاول الوصول إليه في هذا البحث من خلال التطرق إلى مختلف المناهج والسياسات الملائمة.

● الدراسة التاسعة: لزهرة بن سعدية ومحمد زيدان، سنة 2018، تحت عنوان: "المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجيات تطويرها"، بحث مقدم في: مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد الرابع، العدد 07، تم التطرق في هذا البحث إلى ماهية المنتجات المالية الإسلامية، خصائصها وأهميتها، معايير شرعية المنتجات المالية واستراتيجيات تطويرها، وتم التوصل إلى عدة نتائج مفادها أن الأصل في المعاملات المالية الحل، وهو منطلق الابداع والابتكار ضمن إطار قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية.

8. خطة البحث:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية المرتبطة بها، وتحقيقاً لأغراض البحث، فقد تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول وفق الخطة الآتية:

● الفصل الأول: مفاهيم وأساسيات السوق المالي

سيتم من خلاله التطرق إلى مفهوم السوق المالي، خصائصه والمبادئ التي يقوم عليها، وكذا إبراز أهمية السوق المالي وأهدافه ووظائفه على الصعيد الجزئي والكلّي، تناول مختلف الجوانب التنظيمية والقانونية التي تحكم السوق المالي والمتعاملين فيه، وبالأخص التركيز على الأدوات المالية التي يتم إصدارها وتداولها في السوق المالي من حيث التعريف بها وأنواعها باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه السوق المالي والذي أسس من أجله.

● الفصل الثاني: استراتيجيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

سيتم في هذا الفصل تناول المنتجات المالية الإسلامية من خلال التطرق إلى آلية ابتكار وتطوير منتجات مالية بواسطة ما يسمى الهندسة المالية الإسلامية وآليات الابتكار المالي المتوافقة مع احكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ليتم فيما بعد تبيان مختلف المناهج والاستراتيجيات المتبعة في ذلك وفي المقابل أهم الصعوبات والتحديات التي تواجهها لتحقيق الأهداف المرجوة منها، من ثم التركيز على مخرجات الهندسة المالية الإسلامية من أدوات متوافقة مع الشريعة الإسلامية وأخرى مركبة من عدة عقود شرعية وصولاً إلى منتج الصكوك المالية الإسلامية التي تعكس صيغ وأساليب الاستثمار والتمويل الإسلامي.

● الفصل الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

بعدها تم التطرق إلى أهم المنتجات المالية الإسلامية الممكن التعامل بها سيتم في هذا الفصل معرفة آلية إصدار وتداول هذه المنتجات وكذا متابعة العملية من إبداع وتسوية وصولاً إلى انتقال ملكية الثمن والمثمن وتحقيق التوازن بين التمويل النقدي والتمويل الحقيقي، وذلك من خلال إعطاء نماذج عن آليات إدماج هذه المنتجات في السوق المالي وتداولها في إطار تنظيمي وفني متوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

● الفصل الرابع: استراتيجية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية وسبل إدماجها في السوق المالي

الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين

أما في يخص إمكانية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري فسيتم أولاً إعطاء صورة شاملة عن الوضع الراهن لبورصة الجزائر، من حيث التنظيم القانوني والواقع العملي والأدوات المالية المتداولة فيها، ليتم بعدها دراسة إمكانية ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية وسبل إدماجها في السوق المالي الجزائري، بعد توفير المناخ القانوني والفني والمالي والبشري بدءاً بالجانب المؤسسي والسياسي وصولاً إلى الوضع الاقتصادي، وذلك على ضوء تجربة بورصة البحرين التي تعد من أبرز البورصات العالمية وكتجربة رائدة في مجال الإصدار والتداول لمواكبتها لأحدث تكنولوجيات الاعلام والاتصال واهتمامها بوضع استراتيجيات للتطور على مدى عشر سنوات الأخيرة.

9. صعوبات البحث:

ينطوي هذا البحث كأي بحث في الجانب العلمي على بعض الصعوبات منها ما يعود لنقص مصادر البحث وبالأخص المتعلقة بموضوع إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي، وصعوبات أخرى متعلقة بالجانب التطبيقي باعتبار السوق المالي الجزائري لم يشهد تطوراً في المنتجات المالية التقليدية يمكن تطويرها للحصول على منتجات مالية إسلامية، ناهيك عن اتباع استراتيجيات ابتكار منتجات مالية إسلامية وفق ما تقتضيه متطلبات الكفاءة الاقتصادية والشرعية.

الفصل الأول:

مفاهيم

وأساسيات السوق

المالي

الفصل الأول: مفاهيم وأساسيات السوق المالي

يعتبر السوق المالي المرآة العاكسة لحركة الأموال في الاقتصاد وما يقابلها من سلع وخدمات، لذا لا بد من تحقيق التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي وصولاً إلى استقرار قيمة العملة ومنه إلى الاستقرار الاقتصادي، ليُعبّر بذلك أداء السوق المالي وكفاءته عن تحقيق الأهداف الاقتصادية بصفة عامة ومصالحة المتعاملين فيه على وجه الخصوص؛

وكما أن السوق المالي يعكس الوضعية الاقتصادية للبلد فإن أدائه وكفاءته تنعكس كذلك على أداء المؤسسات المالية وعلى الاقتصاد ككل، مبرزة بذلك الدور المتبادل والمتكامل بين مختلف المؤسسات والهيئات الفاعلة في الاقتصاد على النحو الذي تقتضيه السياسة المالية والنقدية المتبعة والقوانين المعمول بها وكذا النظام المالي الدولي؛ وتبرز حركية السوق المالي وأدائه من خلال تنوع وكفاءة الأدوات المالية المتداولة فيه ومدى تحقيقها لرغبات واحتياجات المتعاملين والمستثمرين بأقل جهد ووقت وتكلفة، حيث تشكل الأسهم والسندات اللبنة الأساسية للتداولات داخل السوق المالي لتُستخدم بقية الأدوات إما لغرض التحوط كالمشتقات المالية أو سعياً لتحقيق عوائد أكبر والاستثمار كأدوات المالية المركبة وصناديق ومحافظ الاستثمار، فاتحة بذلك المجال لاستحداث منتجات وأدوات مالية أخرى تواكب الاحتياجات المتعددة للمتعاملين بصفة خاصة وتحقق الأهداف الاقتصادية بشكل عام. وسيتم في هذا الفصل التطرق إلى مجمل هذه النقاط من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السوق المالي

المبحث الثاني: آلية عمل السوق المالي

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

المبحث الأول: ماهية السوق المالي

يُعبّر عن السوق المالي بأنه الحيز أو الإطار الذي تتم فيه مجمل العمليات المالية من بيع وشراء للأدوات المالية المدرجة ضمن آليات ومبادئ وقوانين تحكم هذه السوق، وذلك لضمان السير الحسن والأداء الجيد للعمليات المالية وحفظ حقوق المتعاملين؛

إضافة إلى ذلك يساهم السوق المالي في استقطاب الموارد المالية بكفاءة وتخصيصها بفعالية، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات انتاجية بما يتماشى وتحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي؛ وعلى حسب تعدد وظائف السوق المالي وتنوع الأدوات المالية المتداولة فيه ينقسم بدوره إلى عدة أنواع، منها ما يتماشى مع نوع الأدوات المتداولة والآخر مع آجال تداولها وأهمها ما يشمل مراحل الأدوات المالية من أول إصدار لها وصولاً إلى حاملها النهائي.

وسيتّم من خلال هذا المبحث التطرق إلى مجمل هذه المفاهيم كالآتي:

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

المطلب الثاني: أهمية السوق المالي، أهدافه ووظائفه

المطلب الثالث: أنواع السوق المالي

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

الفرع الأول: تعريف السوق المالي

تختلف تعريفات السوق المالي حسب الجهة المنظرة له، سواء كان فقيها أو اقتصاديا أو هيئة مالية وغيرها، لذا سيتم إدراج التعريف اللغوي واصطلاح بعض الاقتصاديين للسوق المالي، وذلك من خلال:

1. التعريف اللغوي:

- **السوق:** بضم السين مشددة ممدودة، مفرد جمعه أسواق: وهو مكان البيع والشراء سُمِّيَ بالسوق لسوق الناس بضائعهم إليه؛¹ ويعرف أيضا: بأنه الموضوع الذي يُجلب المتاع إليه للبيع؛²

والسوق هو موضع البياعات، أي المكان الذي يجتمع فيه الناس لغرض البيع والشراء ونحو ذلك.³

- **المال:** مفرد جمعه أموال، وهو اسم للقليل والكثير من المقتنيات، من كل ما يُتمول ويُملك، ويغلب إطلاقه على النقد (الذهب والفضة أو ما يقوم مقامهما)،⁴ ويطلق مصطلح المال على كل ما يقع عليه الملك من جميع الأشياء.⁵

2. تعريف السوق المالي اصطلاحا:

- يُعرف السوق المالي بأنه: "مصطلح يطلق بمعناه الضيق على سوق الأوراق المالية - البورصة - ومعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع الصادرة من وإلى السوق سواء كانت لآجال قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وسواء تمت بين الأفراد، المؤسسات أو القطاعات".⁶

- ويعرف كذلك على أنه: "آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، تمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية (مصدرو الأوراق المالية من المشروعات الخاصة والهيئات الحكومية) إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي (المدخرون أو مستثمرو الأوراق المالية)".⁷

¹ محمد عمارة، "قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية"، دار الشروق، بيروت، الطبعة الأولى، 1993، ص: 299.

² أحمد الشرباصي، "المعجم الاقتصادي الإسلامي"، دار الجيل، دون مكان نشر، 1981، ص: 231.

³ نزيه حماد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، دار البشير، جدة، الطبعة الأولى، 2008، ص: 61.

⁴ محمد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، دار صادر، بيروت، الجزء العاشر، 1990، ص: 503.

⁵ المرجع السابق، ص: 635.

⁶ توفيق كمال الخطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 03.

⁷ عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2008، ص: 21.

- ويعرف السوق المالي على أنه: "الجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، ومن ثم تداول هذه الأدوات بين المتعاملين والمستثمرين".¹
- ويعرف أيضا بأنه: "القناة التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة، بما يساعد على تعبئة الادخار وتشجيع الاستثمار بما يخدم أغراض التنمية الاقتصادية، وبذلك تعد السوق المالي مقياسا للحالة الاقتصادية بحيث تكفل تحديد السعر العادل للأدوات المالية المتداولة".²
- السوق المالي: "يعني التعامل بالأموال بيعا وشراء، عرضا وطلبا، سواء في مكان محدد مثل بورصة الأوراق المالية أو بواسطة وسائل الاتصال المختلفة وهو ما يعرف بالسوق الموازي، وهذا من خلال المؤسسات المالية المتخصصة وبهدف تمويل المشروعات الإنتاجية المختلفة".³
- وهو أيضا: "مؤسسة حيوية بالنسبة للشركات المساهمة على المستوى الجزئي والاقتصاد الوطني ككل، تعمل على جمع الادخار من القطاعين العائلي والمؤسسي وتوظيفه لدى المؤسسات والاقتصاد بمختلف قطاعاته، وبذلك فهي تساعد على تطوير التجمعات الصناعية والتجارية والخدمية وقياس وضعية الاقتصاد الوطني".⁴

ومن التعاريف السابقة يمكن القول أن السوق المالي: هو ذلك الإطار الذي تتم فيه مجمل المعاملات المالية، من خلال الربط بين العارضين لرؤوس الأموال والطالبين لها، إما بطريقة مباشرة أو من خلال وسطاء، وباستخدام وسائل الإعلام وشبكات الإتصال، وذلك لإصدار وتداول أدوات مالية طويلة، متوسطة و قصيرة الأجل، بسعر تحدده قوى العرض والطلب في السوق، وهذا بهدف تلبية رغبات المتعاملين من جهة وتدوير عجلة التنمية وتحقيق الأهداف الاقتصادية من جهة أخرى.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، 2010، ص: 05.

² حسان خبابة، "دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم في: مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد الثالث، العدد 05، فيفري 2004، ص: 03.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2005، ص: 39.

⁴ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات - مخبر تقييم أسواق رؤوس الاموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العوامة، جامعة سطيف، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2011، ص: 432.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالي

يتميز السوق المالي بالميزات التالية:

- **الكفاءة:** حيث يُعبر عن السوق المالي الكفاء بتلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات التاريخية، الحالية أو المستقبلية المتدفقة إلى السوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية وهو ما يسمى بسعر التوازن أو القيمة العادلة¹

وهي أيضاً تلك السوق التي تحقق تخصيص كفاء للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية²؛

لذا فإن كفاءة السوق المالي تعني مدى انعكاس المعلومات الواردة إلى السوق على أسعار الأدوات المالية المتداولة في نفس الوقت وبأقل التكاليف ما يضمن عدم تحقق أي عوائد غير اعتيادية لا تتناسب ودرجة المخاطرة³. وتنقسم الكفاءة في السوق المالي إلى:⁴

- **كفاءة التسعير:** (الكفاءة الخارجية) ويقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير وبأقل التكاليف، مما يجعل أسعار الأدوات المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ما يسمح لجميع المتعاملين بتحقيق أرباح.

- **كفاءة التشغيل:** (الكفاءة الداخلية) يقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب بأقل تكلفة ممكنة ما يتيح الفرصة للمستثمرين بتحقيق هامش ربح معقول.

ويكمن الهدف الأساسي للسوق المالي في تحقيق الكفاءة لضمان الإفصاح والشفافية والعدالة بين المتعاملين، وذلك من خلال استخدام مختلف التقنيات اللازمة لتحقيق السرعة والسهولة في تدفق المعلومات وانعكاس ذلك على أسعار الأدوات المالية المتداولة.

¹ بالاعتماد على:

- مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009، ص: 48.
- مفتاح صالح ومعاري فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع اسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، بحث مقدم في: مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2010، ص: 02.

² منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مركز الدلتا للطباعة، الاسكندرية، 2006، ص: 500.

³ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص: 70.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، "السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 209-211.

- **السيولة:** حيث يعتبر توفير السيولة من أهم الوظائف التي تقدمها الأسواق المالية مما يجعل الاستثمار فيها ذا ميزة على غيره من الاستثمارات، والسيولة تعني القدرة على تحويل الأصول المالية إلى نقود قانونية خلال فترة زمنية قصيرة بحيث تمكن المستثمر من التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر، وفي مقابل ذلك يمكن إجراء تداولات على كل المنتجات بسرعة وسهولة وبأسعار معقولة.¹
- **العمق:** يعني توفر عدد كبير من المشترين والبائعين الذين يضمنون استمرارية التداول بسعر قريب من السعر السوقي، هذا ما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات البعض على أسعار الأسهم بالإضافة إلى اتصاف المستثمرين بالرشد والرغبة في تعظيم ثرواتهم من خلال الاستثمار في السوق.²

- **الإتساع:** يتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية المتداولة، ما يحقق الاستقرار النسبي في السعر وتقليل الخسائر الرأسمالية فينشأ الدافع لدى البائع والمشتري لسرعة اتخاذ القرار، ويحقق بذلك صانع السوق ربحاً منخفضاً على أمل تعويض ذلك بارتفاع معدل دوران الورقة المتداولة، وهذا ما يساهم في تنشيط السوق المالي وتحقيق أهداف المتعاملين.³

الفرع الثالث: مرتكزات السوق المالي

- يشترط لوجود السوق المالي توفر العناصر التالية:⁴
- سهولة الاتصال بين المتعاملين سواء مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك يتطلب وجود نظم معلومات وأجهزة عرض وتسجيل متطورة؛
- وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة وحماية المتعاملين ووضع الجزاءات للمخالفين لها؛
- وجود الاستمرارية والتنظيم في السوق المالي، وذلك من خلال:

¹ جيهان جمال، "عالم البورصة- رؤية تحليلية تعليمية بسيطة-"، كايرو كوبي سنتر، القاهرة، 2008، ص: 36.

² سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق-دراسة واقعية للازمة المالية العالمية-"، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص: 72.

³ راهم لخديري، "العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية"، بحث مقدم في: حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، الجزء الأول، العدد 23، أبريل 2018، ص: 329.

⁴ بالاعتماد على:

- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 49-51.

- شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي-دراسة تحليلية نقدية-"، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص:

- وجود عدد كاف من المتعاملين بما يضمن الاستمرارية والاستقرار في السوق المالي؛
 - توفر الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري في السوق المالي؛
 - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة؛
 - تعدد الاوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة؛
- وجود مؤسسات متخصصة في شؤون البورصة والتعامل فيها كالشركات والمؤسسات المالية الوسيطة وبيوت الإصدار والسمسرة والتي تختص ب:
- تقديم المشورة للمستثمرين حول كيفية استثمار أموالهم، أو الاستثمار نيابة عنهم؛
 - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية وتسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها.
 - موضوع المبادلة في هذه السوق هو المال والذي يقصد به في اصطلاح المختصين النقد وليس الذهب والمحاصيل الزراعية والعملات وغيرها وإن كانت هذه الأخيرة لها أسواق خاصة للتعامل بها ولكن الغرض منها هو البيع والشراء والاستفادة من فروق الأسعار بخلاف السوق المالي الذي يهدف إلى جذب المدخرات من وحدات الفائض المالي وإعادة توزيعها إلى وحدات العجز المالي وتمويل المشاريع المختلفة؛

المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه

يكتسي السوق المالية أهمية بالغة بالنسبة للأفراد، المؤسسات والاقتصاد ككل، وذلك نظرا لمختلف الوظائف التي يضطلع بها والتي تهدف إلى تلبية رغبات واحتياجات مختلف هذه الجهات.

الفرع الأول: أهمية السوق المالي

تكمن أهمية السوق المالي في كونه:¹

- يساهم في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز التمويلي خاصة المؤسسات الاقتصادية لتمويل عملياتها الاستثمارية؛
- كما أنه يساهم في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة بما يتماشى وتحقيق النمو الاقتصادي؛
- يعد السوق المالي الوعاء المتكامل لتوظيف السيولة الفائضة عن حاجة الشركات في الوقت المناسب؛
- يعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة الى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية؛
- يوفر السوق المالي المنافسة التامة وحرية البيع والشراء وإعطاء المتعاملين الفرصة الممكنة للاستفادة من تقلبات الأسعار الفعلية والمتوقعة؛
- يوفر السوق المالي حافزا للمستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق وحماية الأطراف المتداولة؛
- القدرة على توفير وإعادة تدوير الأموال لتحقيق السيولة اللازمة لدعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة؛
- رفع درجة الوعي بأهمية التعامل في الأسواق المالية وتحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي؛
- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار؛
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة بسهولة ويسر، وإيجاد مجال للمضاربة بمفهومها الاقتصادي.

¹ بالاعتماد على:

- كروش نور الدين، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر"، بحث مقدم في: مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 11، جانفي 2014، ص: 01.
- عيسى مرازقة ومحمد الشريف شخشاخ، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي-دراسة حالة مصرف أبو ظبي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي-الواقع ورهانات المستقبل-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 23-24 فيفري 2011، ص: 5-6.
- مائير كوهين ترجمة الحكم أحمد الخزامي، "الأسواق والمؤسسات المالية- الفرص والمخاطر"، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2007، ص: 07.

الفرع الثاني: أهداف السوق المالي

يهدف السوق المالي إلى:¹

- أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء مباشرة أو عن طريق الهاتف أو شبكة المعلومات والمراسلات...؛
- أن تتسم بوحدة الثمن للأدوات المالية المتماثلة وحرية المنافسة من خلال الاتصال السريع والسهل بين المتعاملين؛
- تنظيم مهنة الوساطة والرقابة عليها من خلال تحديد اختصاصات الوسطاء وضمان قيامهم بدورهم؛
- توزيع الادخارات والفوائض النقدية (كفاءة تخصيص الموارد) بين الفرص الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية المتاحة بكفاءة تخصيصية عالية؛
- إمكانية استرجاع وتحويل الموارد والأموال (كفاءة السيولة) من وإلى النقدية في أي وقت بأقل خسائر وأكبر قدر من العوائد؛
- إيجاد نظام كفاء وفعال لمعالجة وتنظيم المعلومات المحاسبية لإظهار المراكز المالية الحقيقية للشركات المسجلة، وضمان التقارب بين السعر الحقيقي والسعر السوقي للأوراق المالية المتداولة؛
- النمطية، بمعنى جعل العقود والمعاملات في شكل محدد وذلك بهدف توفير السيولة للمستثمر في السوق الثانوية.
- إيجاد فرص جديدة للاستثمار وتحقيق عوائد مجزية للمدخرين والمستثمرين.

¹ بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 29.
- فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقييم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 46-48.

الفرع الثالث: وظائف السوق المالي

تتعدد وظائف السوق المالي على النحو التالي:

1. اتجاه الاقتصاد: تؤدي السوق المالي للاقتصاد الوظائف التالية:¹

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة؛
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية؛
- تمثل حلقة وصل بين مختلف الفعاليات الاقتصادية من مصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية؛
- تستخدمها السلطة النقدية كآلية للمزج بين السياسة النقدية والمالية والحكم على كفاءتها؛
- مركز لجذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشاريع، وتعتبر مؤشرا هاما عن اتجاه الأسعار ومعدلات الادخار وظروف الاستثمار وذلك نظرا لتحديد الأسعار بشكل يومي من خلال قوى العرض والطلب.

2. اتجاه المتعاملين: يوفر السوق المالي للمتعاملين الوظائف التالية:²

- تُسهل السوق المالية عملية الاستثمار من خلال تلبية رغبات أصحاب الفائض المالي وحاجات أصحاب العجز التمويلي بسرعة وسهولة، بأفضل سعر وأدنى تكلفة؛
- تسمح للمتعاملين بدراسة تقلبات الأسعار في السوق وتحديد المشاريع المرشحة والشركات الناجحة، الأمر الذي يساعدهم على التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي تحقيق الكفاءة الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة؛
- تُوفّر السوق للمستثمرين جو المنافسة الضروري لتأمين الحرية التامة في المعاملات، من خلال معرفة الأسعار وتوفير عدد كبير من البائعين والمشتريين؛

¹ بالاعتماد على:

- كمال توفيق خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مرجع سابق، ص: 04.

- شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 45-47.

² بالاعتماد على:

- سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي-"، بحث مقدم في: الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التنسيير، أيام 25-28 ماي 2003، ص: 06.

- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص:

- تُمكن المتعاملين من شراء وبيع الحقوق دون المساس بأصل المشروع؛
- تيسير تداول الأوراق المالية من خلال توفير مكان لاستثمار المدخرات وأيضا تسييلها عند الحاجة؛
- إتاحة أوعية ادخارية متنوعة، وتخفيض المخاطر التي تواجه المدخرين والمستثمرين.

المطلب الثالث: أنواع السوق المالي

يمكن النظر للسوق المالي من أكثر من زاوية وبالتالي تصنيفها حسب عدة معايير انطلاقاً من الهدف المرجو من هذا التصنيف، لذا يمكن تمييز الأنواع التالية:

الفرع الأول: السوق المالي من حيث الإصدار والتداول

وهذا التصنيف الذي سيتم الاعتماد عليه في هذا البحث نظراً لأنه التقسيم الأساسي للسوق المالي وكذا علاقته المباشرة مع كيفية إصدار وتداول الأدوات المالية في السوق، ويمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

1. السوق الأولية (سوق الإصدار): هي السوق التي توفر رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة أو زيادة

رأس مالها من خلال عرض الأوراق المالية* للجمهور وإصدارها لأول مرة وذلك إما في صورة أدوات الملكية كألسهم، كما تقوم الحكومات والشركات وغيرها باقتراض ما تحتاجه من أموال وذلك من خلال إصدار أدوات الدين كالسندات،¹ حيث تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها ويتولى المصدر تحديد نوع الإصدار.

2. السوق الثانوية (سوق التداول): تنقسم إلى:

- السوق المنظمة: تسمى البورصة وتتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون في الأوراق المالية المسجلة

في هذه السوق والتابعة للشركات المدرجة وفق الشروط التي يحددها قانون أو نظام السوق المالي،² وتقوم بأداء وظيفتين أساسيتين هما:³

- تجعل التعامل بالأدوات المالية للحصول على النقود أكثر سيولة ويسر؛
- تحدد أسعار الأدوات المالية التي تم إصدارها من قبل الشركات في السوق الأولي.

وعرفت أيضاً بأنها سوق رسمية لتداول الأوراق المالية كألسهم والسندات، من خلال وسطاء رسميين يدعون بالسماسة وهم مسؤولون عن بيع وشراء الأوراق المالية لحساب الآخرين في إطار قواعد البورصة وتحت إشراف لجنة عمليات البورصة.⁴

- السوق غير المنظمة: يستخدم هذا المصطلح للدلالة على المعاملات التي تتم خارج البورصة حيث لا

يوجد مكان محدد ولا نظام رسمي لتداول الأوراق المالية المسجلة في البورصة أو غير المسجلة، وذلك من

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 08.

² حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، بحث مقدم في: مجلة جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد 27، 2004، ص: 05.

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2014، ص: 94.

⁴ عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية-دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2009، ص: 28.

خلال شبكة كبيرة من الاتصالات التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين والتي تمكنهم من اختيار أفضل الأسعار من خلال التفاوض،¹ وتنقسم السوق غير المنظمة إلى:

- **السوق الثالثة:** تتمثل في بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولكن لهم الحق في التعامل في الأدوات المالية المسجلة في تلك السوق، تكون هذه البيوت على استعداد دائم لشراء أو بيع أوراقها المالية مهما كان حجمها وهي بذلك تشكل منافسا كبيرا لغيرها من المستثمرين.²
- **السوق الرابعة:** هي سوق التعامل المباشر في الأوراق غير المقيدة في البورصة، يعود سبب ظهورها إلى رغبة بعض المؤسسات في تنفيذ صفقات كبيرة وبأقل تكلفة دون الحاجة إلى وسطاء وبالتالي تفادي دفع العمولات بالإضافة إلى سرعة التداول خاصة عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة.³

الفرع الثاني: السوق المالي من حيث أجل تنفيذ عمليات السوق

تنقسم السوق المالي حسب أجل الأوراق المالية المتداولة فيها إلى:⁴

1. **السوق العاجلة (الفورية):** يتم من خلالها تنفيذ العمليات خلال فترة زمنية قصيرة، عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية* وسداد ثمن الصفقة أثناء انعقاد جلسة التداول، وذلك بهدف توظيف الأموال واستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المشتراة، أو عائد رأسمالي ممثل في الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالية.
2. **السوق الآجلة (المستقبلية):** يتم من خلالها تنفيذ العمليات الآجلة والتي يقصد بها الاتفاق على موعد محدد لاحقا لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة، وذلك بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار بين وقت إبرام العقد وتنفيذه بالإضافة إلى الحماية من المخاطر، حيث يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع

¹ محمد أحمد محمود العمارة، "رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة-دراسة مقارنة"، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2014، ص: 30، 31.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة-أسهم، سندات، أوراق مالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 68، 69.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 70.

⁴ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 18-19.

* **الورقة المالية:** هي وثيقة أو صك تعبر عن التزام على بائعها أو مصدرها، وأصل لحاملها أو مالكتها حيث تحول لهذا الأخير حق الحصول على تدفق معين من مدفوعات الفائدة أو العائد خلال فترة زمنية محددة.

وعدد وسعر الأوراق المالية محل التعامل على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق المالية والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، وذلك وفق ثلاث حالات هي:

- **التنفيذ:** حيث تقوم الأطراف المتعاملة بتنفيذ العملية عن طريق تسليم الأوراق والوفاء بقيمتها؛
- **التصفية:** حيث يتم الاتفاق بين المتعاملين على تصفية العملية وحصول أحدهما على الفرق بين سعر الورقة المالية وقت الاتفاق وسعرها وقت التنفيذ سواء كان ذلك لصالح البائع أو المشتري؛
- **التأجيل:** قد يتفق الطرفان المتعاقدان على مد أجل تنفيذ العملية على أمل أن يتحقق ارتفاع أو انخفاض في الأسعار بما يحقق الفائدة لأحد الطرفين.

الفرع الثالث: السوق المالي من حيث أجل تداول الأدوات المالية

سيتم اعتماد هذا التصنيف في هذا البحث لارتباطه بنوع الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي والذي ينقسم إلى:

- 1. سوق رأس المال:** هي السوق التي يتم فيها تبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، إما أدوات ملكية كالأسهم والأسهم الممتازة أو أدوات دين كالسندات،¹ وهي أيضا المكان الذي يلتقي فيه الوسطاء والسماسرة والمندوبين من أجل التعامل بالبيع والشراء في الأوراق المالية (أسهم، سندات) من خلال شروط وضوابط منظمة.²
- 2. سوق النقد:** هي مجموعة من المؤسسات المالية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية إضافة إلى الأفراد الذين يتعاملون في النقود الجاهزة والأوعية الأخرى القريبة منها أو ما يعرف بالإصدارات النقدية اقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل (أقل من سنة) مثل شهادات الإيداع وأذونات الخزانة والأوراق التجارية.³

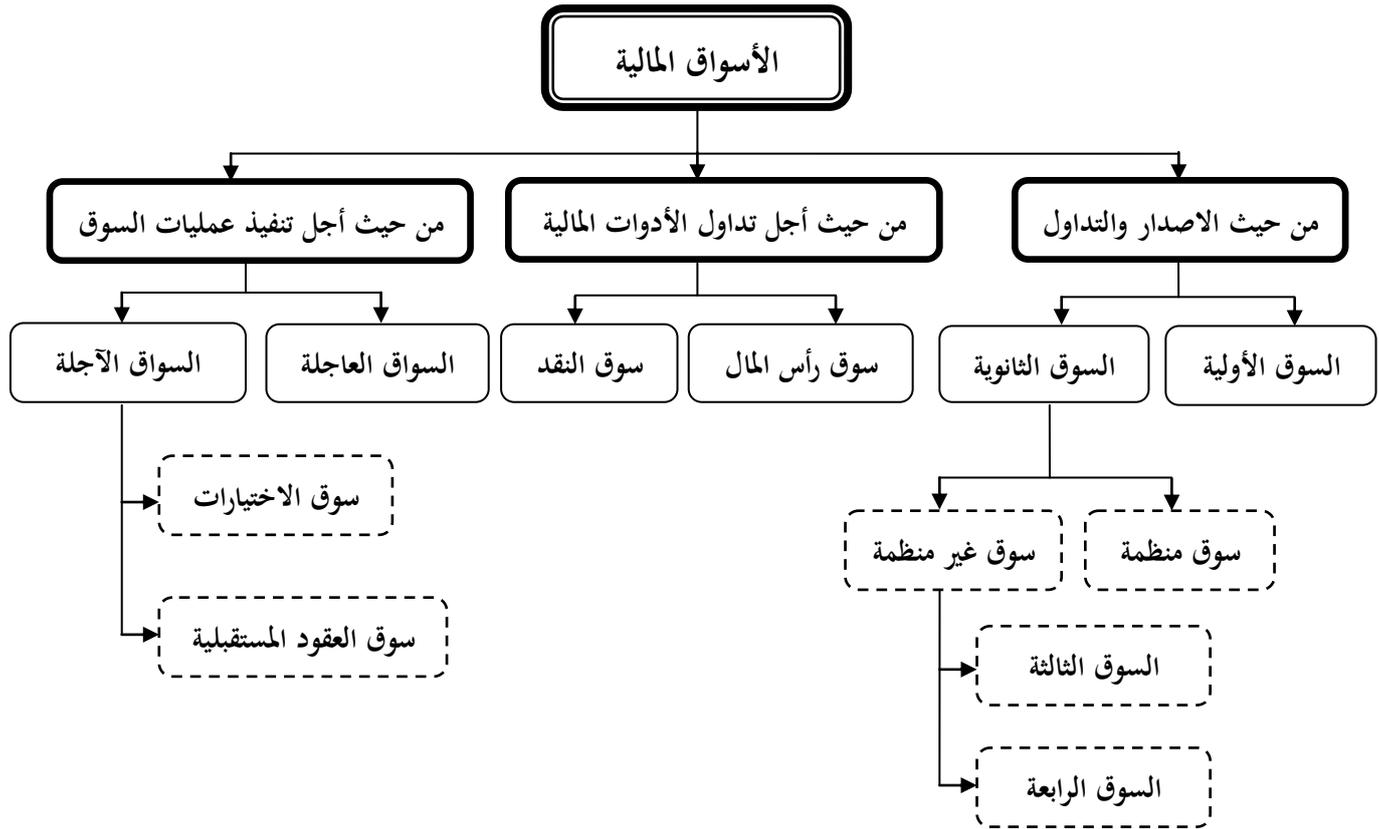
¹ محمد زياد سلامة البخيت، "السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الرابع- الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي-، كلية العلوم الإدارية، يومي: 15-16 ديسمبر 2010، ص: 05.

² نور الدين بومدين، "أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية"، بحث مقدم في: مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 08، ص: 93.

³ سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 691.

أو هي السوق التي يتم فيها إصدار رؤوس الأموال قصيرة الأجل سواء كان ذلك بواسطة عقد قرض أو من خلال إصدار أوراق تجارية مثل: الشيكات، الكمبيالات، ودائع التوفير، ودائع لأجل، وغيرها من الأوراق التجارية المقبولة للدفع والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها بما يلي حاجات المستثمرين قصيرة الأجل ويوفر لهم الأمان.¹

شكل رقم (01): أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق-دراسة واقعية للازمة المالية العالمية- دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009، ص: 70.
- سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي-"، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، أيام: 25-28 ماي 2003، ص: 691.

¹ بالاعتماد على:

- إهام وحيد دحام، "فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي"، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2013، ص: 24.
- نزهان مجد سهو، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، بحث مقدم في: مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد السادس والعشرون، العدد 02، 2010، ص: 07.

المبحث الثاني: آلية عمل السوق المالي

يعمل السوق المالي في ظل نظام مالي معقد وبيئة اقتصادية متغيرة، الأمر الذي يضعه أمام العديد من المتطلبات في شتى المجالات، التسويقية، الفنية، التنظيمية والتشريعية التي تهدف إلى تنظيم العمليات وضبط العلاقات بين المتعاملين بما يضمن السير الجيد والأداء الكفء للسوق المالي وتحقيق أهداف المتعاملين الخاصة والأهداف الاقتصادية العامة؛

حيث يمثل الهيكل الإداري للسوق المالي السلم الذي يرتب المهام والاختصاصات بين مختلف اللجان وضبط العلاقات بين العاملين فيها، وكل ذلك في إطار القوانين والتنظيمات السائدة في البلد والنظام المالي المعمول به، على أساس تحديد الحقوق والالتزامات داخل السوق المالي ومع الأطراف الخارجية؛ وسيتم التوضيح أكثر فيما يتعلق بالهيكل التنظيمي والإطار التشريعي والمتعاملين في السوق المالي من خلال هذا المبحث:

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي للسوق المالي
المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالي
المطلب الثالث: الأوامر وآلية التسعير في السوق المالي

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي للسوق المالي

يختلف الشكل القانوني للبورصة - باعتبارها تمثل الإطار القانوني للسوق المالي - من بلد لآخر حسب التشريعات المعمول بها فمنهم من يعتبرها مؤسسة خاصة، ومنهم ما يعتبرها مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة،¹ لكن تشابه معظمها في تشكيلة هيكلها التنظيمي والذي يتكون من الهيئات التالية:

الفرع الأول: اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية

تعتبر الهيئة العليا في البورصة، وتختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بنشاط البورصة ومتابعة تنفيذها، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى، حيث تقوم بمجموعة من المهام منها:²

- الاشراف على سير عمل البورصة والعمليات الجارية فيه؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها؛
- الاشراف على الأسعار، كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها؛
- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

الفرع الثاني: اللجان الفرعية

تُشكل اللجنة العليا للبورصة عند أول جلسة تعقدها لجنا فرعية تساعدها في تأدية مهامها، يختلف عدد أعضائها وتسمياتها من سوق مالي لآخر، من أهمها:³

- لجنة التحكيم: تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء والوسطاء المندوبين الرئيسيين وكذلك بين الوسطاء وعملائهم وتكون قراراتها ملزمة.
- لجنة التأديب: يتزأسه رئيس لجنة البورصة أو نائبه أو أحد الأعضاء ويتولى مهمة الفصل في المخالفات التي ترتكب أثناء العمل والنظر في الشكاوى المرفوعة وذلك وفق الأنظمة والقوانين القائمة.
- لجنة التسعير: تقوم بتحديد جدول الاسعار ونشره عبر مختلف وسائل الاعلام.
- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بقبول أو رفض طلبات الشركات التي تريد إدراج أوراقها في جدول التسعير، وذلك تبعا للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة.

¹ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات، والإستراتيجيات -"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 664.

² بالاعتماد على:

- فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص: 59، 60.

- شعبان محمد اسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 50.

³ شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 52، 53.

- لجنة المقاصة: تتولى عملية المقاصة لعمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين، دائنين ومديين.
- لجنة المراقبة: يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.
- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة وتختص بانتخاب مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال.
- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقاً للشروط الواردة في قوانين ولوائح البورصة.

الفرع الثالث: عضوية البورصة

- تشكل الجمعية العمومية للبورصة من ثلاث مجموعات هم:¹
- الاعضاء المنضمون: هم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية وتعينهم لجنة البورصة.
 - الاعضاء المراسلون: هم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السماسر المراسل من خلال سمسار محلي ويشترط المعاملة بالمثل بعد أداء رسوم القيد والاشتراك.
 - الاعضاء العاملون: هم السماسرة ومساعدتهم.

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص: 60.

المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالي

الفرع الأول: المصدرون والمستخدمون للأدوات المالية

تبدأ أول المعاملات والتداولات في سوق رأس المال بين فئتين رئيسيتين هما:¹

1. فئة العارضين (أصحاب الفائض المالي): وهم مستثمرو الأموال في السوق المالي ممثلين في الافراد والشركات

التي ترغب في توظيف مدخراتها وفوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو من خلال شراء الاوراق المالية، حيث تجعل السوق المالي الاستثمار في هذه الأصول أكثر جاذبية وأقل مخاطرة، وتسمح للمستثمرين بالحصول على

الأصول المالية مقابل عائد وإعادة بيعها بسرعة وسهولة عند الحاجة. ويتنوع عارضي الأموال بين:

- الأفراد: أصحاب الادخار الفردي، وهم الأشخاص الطبيعيين الذين يخصصون جزء من دخلهم لاستثماره

في السوق المالي، وتتميز هذه الفئة بقله رأسمالها وعدم تجانسها؛

- الشركات والهيئات: وتضم البنوك والشركات وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، وتختص

هذه الهيئات بعملية التوظيف في السوق المالي بهدف تحقيق مميزات إضافية، ويفضل الادخار الجماعي عن

الادخار الفردي للأسباب الآتية:

• محرك السوق المالي ومحفزها؛

• يجمع ويعبئ الادخار لدى الأفراد بصورة منتظمة؛

• يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة؛

• يُعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر على اعتبار أن الشركات لها خبرة أكبر بالسوق.

2. فئة الطالبين (أصحاب العجز التمويلي): وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق من أفراد وشركات،

مشاريع خاصة وهيئات حكومية بهدف تغطية الاستثمارات أو العجز لديها وذلك بالاقتراض المباشر أو بيع

الأوراق المالية، فتمكنهم السوق المالية من الحصول على احتياجاتهم التمويلية.

¹ بالاعتماد على:

- فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص: 61.

- مصطفى رشدي شيحة، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار المعرفة الجامعية، مصر، الإسكندرية، الطبعة السادسة، 1996، ص: 551.

الفرع الثاني: المؤسسات المالية الوسيطة

هي قنوات يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز التمويلي بهدف تشغيلها واستثمارها مقابل عائد مجزي، أو هي مؤسسات تصدر أو تباع أصول مالية وترتب التزامات مالية على نفسها في مقابل النقدية التي تحصل عليها لتستخدمها فيما بعد في شراء أصول مالية من الغير،¹ وتنقسم هذه المؤسسات إلى:

1. وسطاء ماليين مصرفيين: (المؤسسات الإيداعية) هي مؤسسات مالية وسيطة يرخص لها البنك المركزي قبول

الودائع من المودعين وإقراضها للمستثمرين وتقديم تسهيلات ائتمانية حيث تساهم من خلال خلق الودائع واشتقاقها في التأثير على العرض النقدي، وتشمل هذه المؤسسات:²

- البنوك التجارية: مؤسسات وسيطة تقوم باستقطاب الودائع (الجارية، الآجلة وودائع الادخار) وإعادة إقراضها مقابل فائدة تشكل المصدر الرئيسي لأرباحها ويتمحور عملها في خلق الائتمان.

- المصارف المتخصصة: هي مؤسسات مالية وسيطة متخصصة تمارس نشاطها الاقتصادي بشكل رئيسي في تمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتكون توظيفاتها طويلة الأجل ذات طابع تنموي.

- مؤسسات الادخار والاقراض: هي مؤسسات تعيى مواردها المالية عن طريق الودائع المختلفة وخاصة الادخارية منها لاستخدامها في سوق الرهن العقاري بالأخص.

- مصارف الادخار: هي مؤسسات إيداعية تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض لكن هيكلها يشبه تنظيم التعاونيات من حيث أن المودعين يمتلكون المصرف.

- اتحادات الائتمان: هي مؤسسات تستقطب ودائعها الصغيرة من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات اجتماعية معينة، ويعمل بها أعضاء الاتحاد.

2. وسطاء ماليين غير مصرفيين: هي مؤسسات مالية غير مصرح لها بقبول الودائع ولكنها تقبل استقطاعات من وحدات الفائض المالي وتوجيهها إلى فئات العجز التمويلي في كافة المجالات، والمتمثلة في:

¹ صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في الاوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2012، ص: 23.

² بالاعتماد على:

- حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية- أداءها المالي وآثارها في سوق الاوراق المالية"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، دون سنة نشر، ص: 71-74.

- محمد ابراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 90، 91.

- محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية-مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2007، ص: 48.

- **مؤسسات الاستثمار:** هي مؤسسات مالية وسيطة يستند عملها على بيع الاصول المالية بأشكالها المختلفة والاستثمار في الاسهم والسندات، من أمثلتها:¹
- **شركات الاستثمار:** تختص هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق التجارية وإصدار الأسهم والسندات وتقديم القروض للعملاء ومنشآت الأعمال الصغيرة.
 - **صناديق الاستثمار المشتركة:** هي مؤسسات وسيطة تقوم بتعبئة مواردها من خلال بيع الأوراق المالية من أسهم وسندات، ويعد الصندوق بمثابة محفظة استثمارية تساعد في تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع الأصول المالية.
 - **صناديق سوق النقد:** تشبه الصناديق المشتركة من حيث بيعها للأسهم لتستخدم مواردها في شراء أدوات سوق النقد (قصيرة الأجل) التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة وتدني نسبة المخاطر، وتستخدم فوائدها المحققة في دفع عوائد حاملي الأسهم.
 - **شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري:** هي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار حيث تساهم الاولى في تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجمعات الأعمال والسكن، أما الثانية فتختص بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان.
- **المؤسسات التعاقدية:** هي مؤسسات مالية غير مصرح لها بقبول الودائع والأساس في مواردها هو التعاقد ضمن مدة محددة ما يتيح لها الاستثمار طويل الأجل، من أمثلتها:²
- شركات التأمين؛
 - صناديق التعاقد.

¹ محمود مجد الداغر، مرجع سابق، ص: 49، 50.

² حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص: 72.

- الجهات الناشطة في السوق النقدية: وهي مؤسسات تلعب دورا مهما وبارزا في التوسط بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض التمويلي، وتشمل:¹
- القطاع الحكومي: يسهم القطاع الحكومي في الأسواق المالية عن طريق الاقراض والاقتراض على حسب وضعية الميزانية العامة أي الفرق بين إيرادات الدولة ونفقاتها، فإذا ما كان الفرق موجبا بمعنى أن الإيرادات أكبر من النفقات تعد الحكومة مقرضا والعكس إذا ما كان الفرق سالبا.
- القطاع الاجنبي: يرتبط دور القطاع الأجنبي في الأسواق المالية ارتباطا مباشرا بوضع ميزان المدفوعات الخارجي الذي يعكس صورة المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الأخرى، فإن كان ميزان المدفوعات الخارجية في حالة عجز فسيطلب بيع أدوات مالية للشركات الأجنبية لتغطية العجز، أما في حالة العكس فيستخدم الفائض في شراء أدوات مالية من الشركات الأجنبية، ليأخذ القطاع الأجنبي دور المقرض والمقترض حسب حالة ميزان المدفوعات الخارجي وذلك من خلال السوق المالي.
- البنك المركزي: يعد البنك المركزي المشارك الأخير في الأسواق المالية باعتباره الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة وتطبيق السياسة النقدية، ويتم ذلك غالبا من خلال عمليات السوق المفتوحة للتأثير على القاعدة النقدية من ثم تحقيق الأهداف الاقتصادية.

الفرع الثالث: الوسطاء الماليين

- السمسار: هو شخص يحمل عضوية البورصة ويعمل تاجرا لحسابه كما قد يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة مقابل عمولة والتي تنقسم بدورها إلى نوعين:²
- بيوت السمسرة: تركز عملياتها على منطقة جغرافية واحدة أين يتواجد مصدري الأوراق المالية.
- أما النوع الثاني فهو سمسار الخصم: الذي يقدم عدد قليل من الخدمات مقابل عمولة صغيرة.
- تجار السوق: يطلق عليهم تجار الصالة أو التجار المسجلون يعملون لحسابهم الخاص من خلال انتهاز الفرصة لشراء وبيع الأوراق المالية وتحقيق أرباح مقابل دفع رسوم العضوية من أموالهم الخاصة.³

¹ بالاعتماد على:

- نزار كاظم الخيكاني وحيدر يونس الموسوي، "السياسات الاقتصادية الاطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص: 113.

- حيدر يونس الموسوي، مرجع سابق، ص: 73، 74.

² محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 20.

³ منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سابق، ص: 104.

- المحكمون أو المراقبون: ويمثلون هيئة التحكيم في السوق المالي التي تختص في الفصل في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.¹

¹ أحمد صيام زكريا، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج، الأردن، الطبعة الأولى، 1997، ص: 60.

المطلب الثالث: الأوامر وتسعير الأدوات المالية في السوق المالي

الفرع الأول: الأوامر في السوق المالي

يراد بأوامر السوق المالي الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط ببيع أو شراء أوراق مالية معينة، مروراً بعدة إجراءات تضمن جدية عملية الشراء والبيع وتكفل حقوق المتعاملين والسماسة، وتتنوع أوامر البيع والشراء الصادرة من المتعاملين في السوق المالي وفقاً لعدة اعتبارات إلى¹:

1. من حيث تحديد السعر وطريقته: تتنوع إلى:

- الأمر بسعر محدد: هو الأمر الذي يحدد فيه الموكل بائعاً أو مشترياً السعر الذي يراد إبرام الصفقة به.
- الأمر بسعر السوق: هو الأمر الذي يطلب فيه الموكل من وكيله السماسر بشراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية بالسعر السائد في السوق.
- الأمر بسعر الفتح أو سعر الإقفال: وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السماسر ببيع أو شراء أوراق مالية بسعر الفتح (السعر عند افتتاح الجلسة) أو بسعر الإقفال (السعر عند آخر جلسة التداول).
- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي: وذلك بتقديم الأمر بالشراء أو البيع بسعر معين مع التفويض بالشراء أو البيع بسعر قريب منه حسب ما يراه الوكيل (السماسر).
- الأمر الموقوف: هو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق حداً معيناً، أي لا يمكن التنفيذ إلا إذا وصل السعر إلى الحد المعين.

2. من حيث توقيت الأمر: يمكن التمييز بين:

- الأمر المؤقت بمدة معينة: تتراوح هذه المدة بين يوم، أسبوع، شهر أو أكثر من أيام العمل، يبدأ الأمر ببداية المدة وينتهي بنهايتها وغير قابل للتنفيذ قبل أو بعد ذلك.
- الأمر مفتوح المدة: هذا الأمر يظل قائماً إلى أن يتم تنفيذه، أو يتم إلغاؤه من قبل الموكل.

3. من حيث الشروط المقررة بالأمر: ينقسم إلى:

- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط التنفيذ فور تسلم الأمر من الموكل أو إلغاؤه إذا لم يتمكن السماسر من ذلك.
- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله، وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق المالية أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السماسر من ذلك.
- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزءه فور تسلمه أو إلغاء الأمر إذا لم ينفذ.

¹ بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 525-537.

- شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، 71.

- الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية معينة بشرط أن يكون السمسار قد اشترى أو باع أوراق مالية أخرى قبل ذلك.

4. من حيث كمية الأوراق المالية المطلوب بيعها أو شراؤها: ينقسم إلى:

- الأمر غير الكسري: وهو الأمر بالبيع أو الشراء وفق وحدة التداول المقررة من قبل إدارة البورصة أو مضاعفاتها.

- الأمر الكسري: وهو الأمر ببيع أو شراء أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول المقررة، على أن يتم تجميعها في شكل أمر يحمل عددا صغيرا ليتلاءم مع وحدة التداول المقررة.

5. الأمر المطلق: هو نوع من الأوامر التي يعطي فيها المتعامل للسمسار الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسبا من حيث نوع الأوراق المالية و/أو عددها و/أو سعرها واختيار الوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

الفرع الثاني: تسعير الأدوات المالية في السوق المالي

المقصود بالتسعير في السوق المالي تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء والذي يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأدوات المالية عند بدء التعامل بها ليتم تدوينه على لوحة الأسعار، ويتنوع التسعير بدوره إلى:¹

1. التسعير بالمناداة: ويتم ذلك باجتماع مندوبي الوسطاء في كل صباح حاملين معهم عروض البيع وطلبات الشراء ويقوم الدلال المختص بفتح باب المناداة على سعر أداة مالية معينة مقترحا سعر محدد غالبا يكون سعر الاقفال لليوم السابق ليبدأ طالبي الشراء بالمناداة بصوت عال " أنا آخذ" ويقول عارضي البيع " أنا معي"؛

وقد تم استبدال المناداة باستعمال إشارة اليد بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حال الشراء، وباتجاه عمودي في حالة البيع إلى حين الوصول إلى سعر التوازن الذي تتم به الصفقات المبدئية ثم تتحول إلى عقود نهائية بالسعر الأول أو يتم رفعه تدريجيا للوصول إلى سعر التوازن.

2. التسعير بالمقارنة: في صباح كل يوم يقوم الموظف المختص بتدوين طلبات الشراء وعروض البيع لكل ورقة مالية في سجل خاص لمعرفة حدود الاسعار المعروضة واختيار السعر الذي يلبي أكبر كمية ممكنة من الطلبات؛

غير أنه بعد التحول للعمل بالنظام الإلكتروني تم استبدال السجل اليدوي بالحاسب الآلي، وتستخدم هذه الطريقة لتحديد سعر الافتتاح في الفترة الافتتاحية قبل جلسة التداول الرسمية والتي يتم فيها:

- تحديد الكميات التراكمية للطلبات وذلك بترتيبها من السعر الأعلى إلى السعر الأدنى؛

¹ بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 565-572.

- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 76-77.

- تحديد الكميات التراكمية للعروض وذلك بترتيبها من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى؛
- يتم اختيار السعر الذي يتم به تداول أكبر كمية ممكنة من الاوراق المالية.

3. التسعير بالصندوق: هو صورة من صور التسعير بالمقارنة يتم اللجوء إليه إذا كانت عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع طلبات الشراء وعروض البيع في صندوق خاص لتقوم اللجنة بعدها بفرزها وتحديد السعر بأسلوب التسعير بالمقارنة.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي

تعتبر الادوات المالية الركيزة الأساسية لقيام السوق المالي، حيث يتم من خلالها استقطاب الأموال من أصحاب الفائض المالي وإعادة توزيعها على أصحاب العجز التمويلي بطريقة تضمن التوظيف الأمثل للموارد بأقل تكلفة ووقت وجهد؛

وقد بدأت الأدوات المالية في شكل أسهم معبرة عن حقوق الملكية وسندات تمثل ديونا تستخدم لتمويل المشاريع والاستثمارات وتطويرها، ويهدف تنوع مصادر التمويل والتوظيفات المالية تم الجمع بين بعض الأدوات المالية ودمج بعضها الآخر وصولا إلى ما يسمى بالأدوات المالية المركبة أو الهجينة؛

كما تم استحداث أدوات مالية أخرى تهدف إلى التحوط من مخاطر تقلب أسعار الأدوات المالية الأصلية لتأخذ قيمتها وتحركات أسعارها فسميت بالمشتقات المالية، ولغرض التحوط أيضا وتحقيق عوائد مالية مجزية تم التوصل إلى آلية المحفظة الاستثمارية التي تجمع أنواعا مختلفة ومتكاملة من الأدوات المالية بطريقة تختلف حسب الهدف من المحفظة ذاتها؛

وتختلف الأدوات المالية من حيث آجال استحقاقها بين أدوات مالية قصيرة الأجل وأخرى متوسطة وطويلة الأجل، حسب نوع السوق الذي تتداول فيه.

وسيتم تناول كل من مفهوم الأدوات المالية وأنواعها من خلال هذا المبحث كالاتي:

المطلب الأول: الأدوات المالية الأساسية
المطلب الثاني: الأدوات المالية المشتقة
المطلب الثالث: الصناديق والمحافظ الاستثمارية

المطلب الأول: الأدوات المالية الأساسية

الفرع الأول: الأسهم

1. تعريفها: هي صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ليس لها تاريخ

استحقاق وتمثل حق المساهم في رأس مال الشركة لاسيما حقه في الأرباح؛¹

وهي أيضا مستندات ملكية تمثل حصصا نقدية أو عينية، لها عدة قيم، وهي:²

- القيمة الإسمية: هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

- القيمة الدفترية: أو القيمة المحاسبية تتمثل في قيمة حقوق الملكية (القيمة الإسمية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة) مقسومة على عدد الأسهم المصدر.

- القيمة السوقية: أو القيمة المتداولة، وهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال وقد تكون أقل أو أكثر من القيمة الدفترية.

2. خصائص الأسهم: تتميز الأسهم ب:³

- أنها متساوية القيمة إذ لا يمكن إصدار أسهم من طرف شركة واحدة بقيم مختلفة؛

- القابلية للتداول حيث يستطيع مالكيها تداولها أثناء الفترة المحددة للتداول ووفق شروط السوق المالي؛

- المسؤولية المحدودة وتعني أن حملة الاسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس المال؛

- يتداول السهم بيعا وشراء في بورصة الاوراق المالية.

3. أنواع الأسهم: تختلف تسمية الأسهم وأداؤها حسب التصنيف المعتمد في ذلك وهو:

- حسب طبيعة حصة الشريك: وتنقسم إلى:⁴

• أسهم نقدية: هي الحصص التي تم دفع قيمتها نقدا في رأس مال الشركة، وتتميز بأنها:

¹ أحمد بن محمد خليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1426هـ، ص: 47، 48.

² منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 07.

³ يوسف بن عبد الله الشيبلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم- جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-26 ماي 2010، ص: 04.

⁴ أحمد بن محمد خليل، مرجع سابق، ص: 51، 50.

- يجب دفع ربيع قيمتها الاسمية عند تأسيس الشركة على شرط استكمال باقي الحصة خلال مدة لا تزيد عن عشر سنوات من تاريخ التأسيس؛
- تختص اللائحة التنفيذية بتنظيم طريقة تداول الاسهم قبل استكمال قيمتها، والتزامات البائع والمشتري وحقوقهما خاصة في الأرباح والتصويت.
- **أسهم عينية:** تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة، تتميز عن الأسهم النقدية في:
 - وجوب الوفاء بها كاملة عند تأسيس الشركة؛
 - انه يجب تقدير قيمتها تقديرا صحيحا قبل تقديمها للشركة؛
 - لا يمكن تداولها قبل استكمال سنتين من تاريخ التأسيس.
- **من حيث حقوق أصحاب الأسهم:** تتنوع بين:
 - **أسهم عادية:** يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحقوق مقررة في القانون الاساسي للشركة وفي إطار القوانين السارية المفعول في الدولة ومن أهمها:¹
 - **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق لحملة الاسهم الحصول على الأرباح المحققة من طرف الشركة إذا ما قررت الجمعية العامة للمساهمين ومجلس الإدارة توزيعها والا فسيتم إعادة استثمارها.
 - **حق التصويت:** باعتبار أن المساهمين هم ملاك الشركة فمن حقهم اختيار أعضاء مجلس الإدارة من خلال التصويت على اعتبار أن لكل سهم صوت، وذلك فيما يتعلق بالقانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح وقرار رفع رأس المال والتوسع وغيرها من المسائل الهامة، كما يعتبر التصويت أداة سيطرة على الشركة على حسب عدد الأسهم المملوكة.
 - **حق حضور الجمعيات العامة:** سواء كانت الجمعيات العامة العادية التي تنعقد مرة كل سنة للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة ومناقشة قضايا تخصيص النتائج وتوزيع الأرباح وغيرها، أو كانت الجمعيات العامة الطارئة في حالة ضرورة اجراء تعديلات مهمة في الشركة والتصويت عليها كل حسب حصصه في رأس مال الشركة.
 - **حق بيع الاسهم:** للمساهمين العاديين الحق في بيع جزء أو كل أسهمهم سواء بطريقة مباشرة من المساهم القديم إلى المساهم الجديد، أو من خلال عرضها في البورصة إذا كانت الشركة مسجلة.

¹ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال-المباكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 706-710.

- حق الاطلاع على وثائق الشركة: تبعا للحقوق سابقة الذكر لحملة الأسهم العادية الحق أيضا في الإطلاع على وثائق الشركة والحصول على المعلومات الدورية عن ظروف الشركة ومركزها المالي وغيرها من المعلومات التي تساعدهم على اتخاذ القرارات.
- حق الاستفادة من موجودات الشركة بعد التصفية: إذا ما قررت الشركة تصفية نشاطها نهائيا لأي سبب من الأسباب، يكون لحملة الأسهم العادية الحق في الحصول على حقوقهم في الشركة ولكن بعد سداد ديونها ودفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وغيرها.
- أسهم ممتازة: تمثل مستند ملكية لها نفس أنواع قيم السهم العادي (اسمية، دفترية، وسوقية)¹، تلجأ إليه الشركة لتحفيز المستثمرين للاكتتاب والمساهمة في توسيع رأسمالها أو تمويل مشروعات جديدة، يتمتع حاملها بحقوق تختلف عن حملة السهم العادي في:
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح: وذلك قبل حملة الأسهم العادية إذا ما قررت الشركة توزيعها ولكن بعد دفع فوائد الديون وعادة ما ينص على ذلك في عقد الشركة.
- الاسبقية في استرجاع الأموال: عند تصفية الشركة أو بيعها.
- الحق في الحصول على أرباح دورية: إذا ما حققت الشركة ربحا وقررت توزيعه، وإلا فلهم الحق في تجميع الأرباح.

- من حيث الشكل: تنقسم إلى:²

- أسهم إسمية: هي أسهم تحمل اسم مالكيها بأن يدون على شهادة السهم ويقيد في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة المصدرة، حيث يتم تداول الأسهم ونقل ملكيتها من خلال تقييد الاسم في هذه السجلات.
- أسهم لحاملها: هي اسهم لا يذكر فيها اسم مالكيها ويعتبر حاملها مالكا لها، تتداول وتنتقل ملكيتها عن طريق المناولة.
- أسهم لأمر: يتم ذكر اسم المالك في هذه الاسهم مع الاشارة على انها لإذنه، وتتداول عن طريق التظهير وكتابة ما يدل على انتقال ملكيتها.

¹ منير ابراهيم هندي، "الاوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سابق، ص: 26.

² هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص: 117، 118.

الفرع الثاني: السندات

1. تعريف السندات: هي أوراق مالية متساوية القيمة قابلة للتداول تمثل ديناً على مصدرها وحقق مالكيها في الحصول على عوائد دورية محددة القيمة فضلاً عن القيمة الأصلية للقرض.¹

هي تعهد مكتوب من البنك أو الشركة أو الحكومة لحامله بسداد مبلغ مقدر بتاريخ لاحق نظير فائدة مقدرة، ويختلف عن القرض في إمكانية تداولها في الأسواق المالية،² ومنه يتعين وجود عدة عناصر يجب أن يشتمل عليها السند وهي:³

- القيمة الاسمية: قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها تشجيعاً للمكاتب ويسمى الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار وكذا قد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية ويسمى الفرق كذلك بعلاوة التسديد.

- معدل الفائدة: يجب أن يحتوي السند على قيمة الكوبون الدوري الذي يحصل عليه حامل السند والذي يتساوى في الغالب مع معدل الفائدة السائد في السوق أثناء الإصدار.

- تاريخ الاستحقاق: يقصد به تاريخ استرداد القيمة الأصلية للسند وهي القيمة الاسمية في الغالب، حيث يتم استيفاء جميع الفوائد المترتبة خلال فترة الدين وصولاً إلى مبلغ الدين عند حلول أجله.

- الضمانات المقدمة: باعتبار أن السند يمثل عقد قرض وهذا الأخير يشترط وجود ضمانات تحدها الجهة المصدرة لتشجيع المستثمرين على شراء السند، وقد تكون هذه الضمانات أصولاً حقيقية أو مالية محددة في عقد السند بالإضافة إلى سمعة الشركة أو شروطاً تلتزم الشركة بتنفيذها لضمان حقوق حملة السندات.

- الجهة المصدرة: يجب أن يشتمل السند على اسم الجهة المصدرة والتي هي الغالب شركات مساهمة، الحكومة أو الجهات المحلية.

- شروط تداول السند: للجهة المصدرة الحق في وضع شروط تداول سنداتهما في السوق المالي وهي شروط تحدد مدى سيولة السند وإمكانية تداوله من عدمها.

¹ بن الصيف محمد عدنان وربع المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: المنتدى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي-الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 23-24 فيفري 2011، ص: 03.

² محمود محمد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص: 127، 128.

³ محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2014، ص: 76-78.

2. خصائص السندات: تتميز السندات عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى ب:¹

- أداة تعاقدية: تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تتحدد فيها العوائد الدورية بمعدلات ثابتة مهما تقلبت الأسعار وبغض النظر عن ربحية الشركة المصدرة.
 - أداة دين: إذ يترتب على مصدر السند دفع المستحقات الدورية بالإضافة إلى أصل الدين في نهاية مدة الاستحقاق.
 - أداة استثمارية ثابتة العائد: لحامل السند الحق في الحصول على عوائد دورية بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة، وإلا يتم إيفاؤها من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو التصفية.
 - قابلية التداول: يعتبر السند ورقة مالية قابلة للقيود في السوق الأولية من ثم التداول في البورصة.
 - الاستحقاق: تتضمن السندات تاريخ استحقاق محدد لاستيفاء قيمة الأصل.
 - القابلية للاستدعاء: يمكن للجهة المصدرة استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه وذلك بوجود بند في العقد ينص على ذلك.
 - إدارة الشركة: لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
 - الميزة الضريبية: تحقق للمقترض الميزة الضريبية إذ تطرح الفوائد من الوعاء الضريبي؛
3. أنواع السندات: تتنوع السندات بين:

- السندات الحكومية: تلعب الأوراق المالية الحكومية دورا كبيرا وهاما في الاقتصاد فضلا عن أهميتها المالية باعتبارها مصدرا غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة أقل من مصادر التمويل الأخرى كما تعتبر أداة لتطبيق السياسة النقدية وضبط حجم النقد في السوق كون سعر فائدتها متدني المخاطرة يُتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في الاصول المالية الأخرى وتتنوع بدورها إلى:²
- أذونات الخزينة المركزية: هي وثائق الدين العام، تصدر عادة عن البنوك المركزية حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائدة في الميزانية، تفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلا من الاصدار الجديد، كما أن إمكانية تداول هذه الأدوات في السوق المالي يسمح بتحويلها إلى سيولة نقدية وقت الحاجة.

¹ محمد الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص: 130، 131.

² بالاعتماد على:

- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 114.

- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 81، 82.

- **السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات:** أو ما يسمى بالرهونات غالباً ما تكون عقارات في مقابل القروض التي تمنح للأفراد والمنشآت لبناء أو شراء المساكن وغيرها من الموجودات.
- **السندات غير الحكومية:** تنقسم إلى:¹
 - **سندات الهيئات المحلية:** كالمؤسسات والدوائر الرسمية، وتصدر هذه السندات عادة لأغراض استثمارية كمشاريع البنى التحتية، تشبه السندات الحكومية في طول الأجل وتمتعها بضمانات وإعفاءات ضريبية.
 - **سندات الشركات المساهمة:** ويمثل شركات المساهمة القطاع الخاص الذي يقوم بإصدار هذا النوع من السندات للاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان الشركة وليس الحكومة وبذلك تكون أكثر مخاطرة من السندات الحكومية.
 - **سندات المؤسسات العالمية:** كالبنك الدولي والتي يتم إصدارها وتداولها في الأسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة، بهدف توفير التسهيلات الائتمانية ذات الأجل المختلفة لتمويل الاستثمارات أو لتغطية العجز في ميزان المدفوعات.
- **أنواع أخرى للسندات:** تتمثل في:²
 - **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** إذا رغب صاحب هذه السندات استبدالها بأسهم عادية لنفس الشركة المصدرة، وبذلك تكون له نفس حقوق وواجبات المساهم في حدود الفترة المحددة في عقد إصدار هذه السندات.
 - **السندات بكوبونات الاكتتاب:** إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد أو أكثر عندما تمر مدة محددة في عقد الإصدار، وبعد الانتهاء من عملية الإصدار يمكن تداول هذه الكوبونات في البورصة بصفة مستقلة عن السندات المرافقة، وبذلك يمكن لمن يريد شراء سندات في المستقبل الاحتفاظ بهذه الكوبونات إلى حين إصدار السندات.
 - **السندات المضمونة ببعض أصول الشركة:** قد تصدر الشركات سندات مضمونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي والآلات أو الأوراق المالية وبذلك لا يمكن للشركة التصرف في تلك الأصول إلا في حدود ما استهلكته من

¹ محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، مرجع سابق، ص: 82.

² بالاعتماد على:

- جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال-الهيكل، الأدوات، والاستراتيجيات-"، مرجع سابق، ص: 732-736.

- دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص: 106.

تلك السندات، في حين يمكن لحملة هذه السندات استيفاء حقوقهم ببيع تلك الأصول إذا ما تعذر على الشركة تسديد مستحقاتهم.

- **السندات غير المضمونة:** عكس السندات السابقة إذ تعتبر ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة ولهذا قد يتضمن عقد الإصدار صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذه السندات.
- **السندات بمعدل فائدة متغير:** تعتبر السندات أداة مالية طويلة الأجل وخلال هذه المدة تتغير أسعار الفائدة ارتفاعاً وانخفاضاً حتى تاريخ الاستحقاق، وكيفما تغيرت أسعار الفائدة في السوق فسيحقق ذلك ربحاً أو خسارة إما لحملة السندات ذات معدل الفائدة الثابت أو لمصدرها، ولهذا تم إيجاد سندات بأسعار فائدة متغيرة تتركز في تغييرها على عدة عوامل كمعدل الفائدة لبعض السندات الحكومية التي تمتاز بالاستقرار وانخفاض مستوى المخاطر وذلك حفاظاً على مصالح كل من المصدر والمستثمر.
- **السندات المرتبطة بمؤشر:** السند المرتبط بمؤشر هو ذلك السند الذي يرتبط بمبلغه الأصلي أو سعر فائدته أو الاثنين معاً بتغيرات مؤشر معين، وهذا النوع من السندات يشبه السندات ذات الفائدة المتغيرة غير أنه يهدف إلى المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند، وتستعمل مؤشرات متنوعة ترتبط في معظمها بمستوى المعيشة للمحافظة على القيمة الحقيقية للمبلغ المستثمر وتوزيع فوائد تتماشى مع المستوى العام للأسعار.

الفرع الثالث: أدوات سوق النقد

سوق النقد هو سوق الأدوات المالية قصيرة الأجل التي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها السنة، قابلة للتداول والتصرف فيها قبل تاريخ استحقاقها وذلك ببيعها في سوق النقد، وذلك على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الأداة، يستحق صاحبها استرداد المبلغ المدون عليها عند حلول أجل الاستحقاق، وتتنوع هذه الأدوات بين:¹

1. **أذونات الخزينة:** هي أدوات قصيرة الأجل تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، تتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أشهر إلى سنة، تتميز بأنها:

- لا تحتوي على سعر فائدة وإنما تباع بخصم (أقل من قيمتها الاسمية) على أمل استرداد القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق؛
- وتتمثل فائدة المقرض في الفرق بين ما يدفعه عند الشراء وبين القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق؛

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 25-30.

- يتم بيعها عن طريق المزاد، من خلال قيام البنك المركزي بعرضها على المستثمرين (كالبنوك التجارية، شركات التأمين، وتجار السوق) وتكون من نصيب من يقدم السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل.

2. **شهادات الإيداع القابلة للتداول:** هي ورقة مالية تثبت حق حاملها في ودیعة لدى المصرف أو المؤسسة المالية بقيمتها الاسمية، وتتميز بأنها:

- من أدوات الدين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية لتشجيع المستثمرين على الايداع؛
- تحمل قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة وتاريخ استحقاق ثابت وسعر فائدة قد يكون ثابتا أو متغيرا؛
- يحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها؛
- تعد شهادات الإيداع من نوع الودائع لأجل لذا لا يمكن استرداد قيمتها قبل تاريخ الإستحقاق، إلا أنه يمكن تداولها في السوق الثانوي ببيعها والحصول على أمواله مقابل التنازل عن جزء من العائد.

3. **القبولات المصرفية:** هي تعهد من قبل المصرف بدفع قيمة الأداة المالية المسحوبة عليه عن طريق ختمها بكلمة مقبول لصالح المستورد أو المصدر، وتستخدم كأداة للاقتراض والائتمان في المعاملات التجارية الخارجية، تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية؛

وهي أيضا تعهد يتم بموجبه توقيع المصرف على الكمبيالة بالقبول على أن يقوم العميل بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف قبل تاريخ الاستحقاق وإلا كان من حق المصرف أخذ عوض على التعهد المقدم أو ضمانا.

الفرع الرابع: الأدوات المالية المركبة والمهجينة

1. **الأدوات المالية المركبة:** هي مجموع العقود المالية المتعددة التي يشتمل عليها العقد على سبيل الجمع أو

التقابل بحيث تعتبر جميع الحقوق والالتزامات المترتبة عليها بمثابة آثار العقد الواحد، وتنوع إلى:¹

- عقود متقابلة- اشتراط عقد في عقد- وذلك بأن يكون تمام العقد الأول متوقفا على تمام العقد الثاني على وجه التقابل بحيث يعلق أحد العقدين على الآخر.
- عقود مجتمعة- اجتماع عقدين في عقد واحد-.

¹ عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، "العقود المالية المركبة- دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية-"، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2010، ص: 46.

وهي كذلك تلك الاتفاقيات التي تجتمع فيها عناصر مستمدة من الكثير من العقود المعروفة، مع وجود ترابط في هذه العناصر بحيث لا يتحقق المقصود من العقد إلا بوجودها معا مجتمعة، لذا يمكن تمييز خصائص الأدوات المالية المركبة التالية:¹

- أن العقود المركبة هي عقود مكونة من عقدين أو أكثر؛
- أن يكون هناك ارتباط بين عناصر العقد لتصبح عقدا واحدا؛
- آثار العقود المركبة تسلك نفس آثار العقد الواحد.

2. **الأدوات المالية المهجنة:** تجمع هذه المنتجات بين خصائص أدوات الملكية من حيث امتلاك حاملها جزء من رأس مال الشركة المصدرة وبين أدوات المديونية التي تمثل دينا على مصدرها، ومن أمثلتها:²

- **شهادات المشاركة:** يتم إصدار هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات والواردات، تمويل الشركات الصناعية العمومية، فهي بذلك تشبه الأسهم من حيث الإصدار وتعتبر دينا على صاحبها على غاية تاريخ استحقاق الشهادة، كما تختلف خصائص هذه الشهادات من بلد لآخر؛
- **السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم:** تشبه السندات بكوبونات الاكتتاب، أين يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن استبداله بسند جديد أو أكثر عندما تمر مدة محددة في عقد الإصدار، وبعد الانتهاء من عملية الإصدار يمكن تداول هذه الكوبونات في البورصة بصفة مستقلة عن السندات المرافقة؛

¹ بالاعتماد على:

- سعدي هاجر وعلام لامية، " دور الهندسة المالية الاسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية-العقود المركبة نموذجاً-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 16، 17.

- عبد الكريم قندوز، " الهندسة المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت، الطبعة الأولى، 2008، ص: 86.

² حازم بدر الخطيب، " دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، بحث مقدم في: مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص: 173.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المشتقة

الفرع الأول: تعريف وخصائص المشتقات المالية

1. تعريف المشتقات المالية: هي أدوات مالية تشتق قيمتها وعوائدها من سلوكيات أدوات الاكتتاب الأصلية (الأسهم والسندات) وتسمح للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد،¹ كما يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها أدوات وعقود مالية اشتقت قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد (أسهم، سندات، رهون عقارية...) أو مؤشر كمعدل الفائدة أو سعر الصرف.....² وتعد المشتقات المالية أحد مخرجات الابتكار المالي، حيث تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية للنظام المالي الدولي من خلال توسيع وتنويع فرص الاستثمار، والمشاركة في المخاطر وتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وكذا انخفاض عمولات السماسرة والوسطاء.³

وباعتبار المشتقات المالية عقوداً فهي تتضمن شروط العقد التالية:⁴

- تاريخ العقد؛
- تحديد السعر؛
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- تحديد نوع الأصل محل التعاقد؛
- تحديد الزمن الذي يسري عليه العقد.

2. خصائص المشتقات المالية: تتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية:⁵

- تسمى بأدوات الهندسة المالية ويكون التعامل بها أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.....الخ؛

¹ طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001، ص: 05.

² آمال حاج عيسى وفضيلة حويو، "المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، خميس مليانة، يومي 5-6 ماي 2009، ص: 14.

³ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، بحث مقدم في: مجلة جامعة الملك عبد العزيز- الاقتصاد الإسلامي، العدد 11، 1999، ص: 55.

⁴ مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص: 28.

⁵ بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص: 10.

- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة باستخدام أموال أقل مما لو اقتنت موجودات تظهر في الميزانية؛
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل الاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها؛
- تدعم الخدمات المالية والمصرفية التي تقدمها لربائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية والعقود الآجلة

1. العقود المستقبلية:

- **تعريفها:** هي اتفاق بين طرفين على تسليم، تسلم أصل حقيقي (سلعة) أو مالي (أسهم أو سندات) أو أدوات مالية ذات الدخل الثابت سواء كانت طويلة الأجل سندات أو قصيرة الأجل كأذون الخزينة، وإما أن ترد على مؤشرات الأسهم أو العملات الأجنبية، وذلك في تاريخ لاحق على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد إيداع عمولة أو أوراق مالية أو خطاب ضمان لدى السماسرة المتعامل معهم يطلق عليها بالهامش المبدئي، وذلك تجنباً للمشاكل التي قد تحدث نتيجة لعدم قدرة أو رغبة أي طرف منهما في الوفاء بالتزاماته.¹
- **خصائصها:** تتميز العقود المستقبلية بأنها:²
 - بأنها عقود آجلة بمعنى تستحق في تاريخ مستقبلي؛
 - شروطها نمطية؛
 - يتم التعامل بها في السوق المنظمة؛
 - تخضع لإجراءات تسوية يومية لدى غرفة المقاصة.

¹ بالاعتماد على:

-منير إبراهيم الهندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات-"، منشأة المعارف جلال حزي وشركاه، الاسكندرية، الجزء الثاني، 2003، ص: 170.

-مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 922.

² 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، 2005، ص: 15.

2. العقود الآجلة:

هي اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع بغرض تبادل سلعة، عملة أو ورقة مالية معينة في تاريخ مستقبلي يعرف بتاريخ التسوية، وبسعر متفق عليه عند التعاقد، وهي لا تختلف كثيرا عن العقود المستقبلية إلا في بعض الخصائص سابقة الذكر، بالإضافة إلى أن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة بها في سوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين الطرفين، وتتنوع إلى: العقود الآجلة لأسعار الفائدة والعقود الآجلة لأسعار الصرف.¹

الفرع الثالث: عقود الاختيار وعقود المبادلة

1. عقود الاختيار:

- **تعريفها:** هي أداة تقدم لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع موجود معين بسعر محدد في أو قبل تاريخ التنفيذ بينما يلتزم البائع بمقتضى هذا العقد بالتنفيذ إذا رغب حامل الخيار في ذلك مقابل علاوة أو مكافأة تدفع عند التعاقد.²

- **مزايا الخيارات:** تتميز بأن:³

- التعامل بها يمكن من تحقيق أرباح بغض النظر عن قيمة الأصل ومقارنة بالأدوات المالية الأخرى؛
- لا تتطلب المتاجرة في الخيارات أموالا ضخمة، إذ لا يدفع مشتري الخيار سوى سعر العقد (العلاوة) ولا يدفع كامل قيمة الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها وإلا فسيخسر قيمة العلاوة؛
- يحقق حامل الخيار مكاسب في حالتين هما: إذا ارتفع سعر الخيار أو سعر السهم مقارنة بسعر التنفيذ وكان الفرق أكبر من سعر الخيار في العقد (خيار الشراء)، أو انخفض سعر السهم والفرق كان أكبر من سعر الخيار (خيار البيع)؛
- سهولة التداول والمضاربة إذ يمتاز التعامل في الخيارات بالمرونة.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 15.

² مؤيد عبد الرحمن الدوسري وسعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص: 29.

³ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال-الهيكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2011، ص: 262.

- أنواع الخيارات: وتعتبر الاختيارات أحد أنواع المشتقات المالية التي تتميز بالمنطقية والتعامل بها في السوق المنظمة، وتتنوع في عدة أشكال حسب:¹

• نوع الحق الذي يمنحه الخيار: يتشكل من:

• خيار الشراء أو الطلب: هو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل مالي معين (سلع أو أسهم مثلاً)، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق)، وبالسعر المسمى في العقد (سعر التنفيذ).

• خيار البيع أو الدفع: هو عملية عكسية لاختيار الشراء، فهو عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل مالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد وبالسعر المسمى في العقد.

• الخيار المركب: هو عقد يجمع بين اختيار البيع واختيار الشراء، وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل المالي محل الاختيار بحسب ما تقتضيه مصلحته، ويتنوع الاختيار المركب إلى نوعين:

- خيار مركب لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع: ومشتري هذا الاختيار ينظر في تقلبات السوق، فإن وجد الأجدى له البيع مارسه، وإذا وجد الأجدى له الشراء مارسه، وبذلك يكون متيقناً من الحصول على حد أدنى من العائد مقابل تحمله سعر الاختيار.

- خيار مركب يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع: وفي هذا النوع لا يربح مشتري الخيار إلا إذا تجاوز سعر الأصل في السوق سعر التنفيذ في اختيار الشراء أو نقص عن سعر التنفيذ في اختيار البيع، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة الاختيار مارس حقه في الشراء أما إذا انخفضت فإنه يمارس حقه في البيع.

• حسب موعد تنفيذ الصفقة: يُقسم إلى:

• الخيار الأوربي: وفي هذا النوع لا يتم تنفيذ الخيار إلا في تاريخ الاستحقاق.

• الخيار الأمريكي: وفي هذا العقد يعطى حق تنفيذ الخيار خلال المدة المحصورة بين الاتفاق حتى تاريخ الاستحقاق.

¹ بالاعتماد على:

- هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 95 - 98.

- محمد يونس البيرقدار، "نحو تطوير عقود الاختيارات في ضوء مقررات الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، يومي 18-19 ماي 2009، ص: 5-7.

• حسب التغطية : وتشمل:

- الخيار المغطى: يملك فيه بائع الخيار الأصول الخاصة بموضوع العقد.
- الخيار غير المغطى: لا يملك محرر العقد- أي البائع - الأصول موضوع العقد، لذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع مضطر إلى شراء الأصل من السوق لتسليمه للمشتري.

2. عقود المبادلة:

- تعريفها: هي اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول مقابل آخر في تاريخ مستقبلي، وذلك إما بقصد التحوط أو المضاربة، يتم التعامل بهذه العقود في السوق غير المنظمة وهي أقل نمطية من العقود الأخرى؛¹ كما تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، تتنوع إلى عقود مبادلة أسعار الفائدة، عقود مبادلة العملات، أو مبادلة البضائع، أو عقود الاختيار على عقود المبادلة، حيث يتم تسويتها على فترات دورية، شهرية، ربع سنوية أو نصف سنوية....

- خصائص عقود المبادلة: يتميز عقد المبادلة بأنه:²

- عقد ملزم للطرفين على عكس الخيارات؛
- لا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يومياً كما في المستقبلات؛
- لا يتم تسويتها في دفعة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة.

¹ بباس منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص: 06.

² سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص: 238.

المطلب الثالث: الصناديق والمحافظ الاستثمارية

الفرع الأول: مفهوم الصندوق والمحفظ الاستثمارية

1. تعريف المحفظة الاستثمارية: هي عبارة عن مجموعة من الأصول يتم الاحتفاظ بها وإدارتها بهدف تنمية قيمتها السوقية، أو المحافظة على قيمتها الاجمالية وتجنب مخاطر الاستثمار في أداة واحدة أو أدوات مالية معينة، فهي تشكل مزيجاً من الأوراق المالية المتعددة بين أسهم وسندات وغيرها تدر عائداً وقابلة للتحويل إلى سيولة وقت الحاجة؛¹

وتعرف أيضاً على أنها: توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع... وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة.... وكل ما يوجه للاستثمار وتحقيق الأرباح، وهذا كله تحت إطار واحد يعمل على وضع استراتيجيات لضمان الكفاءة والربحية في ظل مناخ استثماري ملائم.²

ومن خلال التعريف السابق يتضح أنه ولتحقيق الأهداف المرجوة من المحفظة الاستثمارية والمذكورة أعلاه يستوجب توفر العناصر الرئيسية الآتية:

- توليفة متنوعة من الأدوات المالية والحقيقية؛
- إدارة تتميز بكفاءة عالية؛
- مناخ استثماري يتصف بالاستقرار والفرص الاستثمارية المتعددة.

2. تعريف الصندوق الاستثماري: هي أوعية مالية لتجميع مدخرات المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية - الأسهم والسندات - وغيرها من أدوات الاستثمار وذلك استناداً إلى خبرتها بما يعود بالنفع على المؤسسين والمستثمرين والاقتصاد ككل؛

يشتمل الصندوق الاستثماري على مجموعة من الأوراق المالية التي تختار وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق أهداف الصندوق الاستثمارية، كما تحقق الصناديق الاستثمارية فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للاستثمار، كما تتجنب الاستثمارات الصناديق القيود التي تقع عادة على استثمارات

¹ بالاعتماد على:

- عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية-محافظ الاستثمار: العائد، المخاطر بأنواعها، التنوع وإستراتيجية إدارة المحفظة، طرق تقييم الأداء"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص: 16.

- بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها ومخاطرها-"، بحث مقدم في: مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2004، ص: 37.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص: 21.

الأفراد محققة المزيد من القدرة على التنويع وانخفاض تكاليف بيع وشراء الأسهم، تتكون أرباح الصندوق عادة من الأرباح الرأسمالية أي الأرباح الناتجة عن تحسين أو تغيير أسعار الأوراق المالية المستثمر بها إضافة إلى أرباح التوزيعات إن وجدت، وقد يتعرض الصندوق للخسارة في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لأصول الصندوق.¹

3. شروط صناديق الاستثمار: لإنشاء صندوق استثماري يجب:²

- تحديد الهدف أو الغرض من إنشاء الصندوق؛
- تنويع تشكيلة الصندوق: سندات، أسهم، أوراق مالية أخرى؛
- كفاءة إدارة الصندوق: بمعنى وجود إدارة محترفة في هذا المجال؛
- التقييم اليومي لتشكيلة الصندوق؛
- امكانية التصرف في تشكيلة الصندوق من قبل المستثمرين.

الفرع الثاني: أنواع الصناديق والمحافظ الاستثمارية

تنوع المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار إلى:³

1. أنواع المحافظ الاستثمارية: تنوع المحافظ الاستثمارية بين:

- **محفظه الدخل:** هدفها تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروقات الأسعار، وذلك من خلال تحقيق التوازن بين حجم العائد والمخاطرة.
- **محفظه النمو:** تعمل على الحفاظ على وتيرة نمو الأصول والعوائد وعلى هذا الأساس يتم انتقاء الادوات والتعامل بها في الأسواق.
- **المحفظة المتخصصة:** نادرا ما يتم التعامل بهذا النوع من المحافظ الذي يختص بالتعامل بنوع معين من الأدوات أو لصالح مؤسسة معينة، وهذا ما يتعارض مع مبدأ المحفظة الاستثمارية وهو التنويع.
- **المحفظة المتوازنة:** تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات من خلال مكوناتها التي تتراوح بين أدوات قصيرة الأجل (ذات سيولة عالية) وطويلة الأجل (عوائدها مرتفعة).

¹ أنظر موقع هيئة السوق المالية: www.cma.org.sa/pages/default.aspx بتاريخ: 2019/05/01.

² أشرف مجد الدوايه، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام للنشر والطباعة والتوزيع والترجمة، القاهرة، الطبعة الثانية، 2006، ص: 49.

³ المرجع السابق، ص: 25-28.

- **الحفظة المتنوعة:** تعتمد في تنوع أدواتها على عدة نقاط أهمها تحقيق التكامل في تشكيلة المحفظة والتخطيط الجيد للعملية الاستثمارية وكذلك التمييز في عملية التنويع.

- **الحفظة المشتركة:** تعتمد المحفظة المشتركة على ثقة المساهمين في إدارة تتولى أعمالها على المستويين الداخلي والخارجي وفي أسواق منظمة وغير منظمة وتنسم بالكفاءة المهنية والعلمية والإدارية العالية وصولاً إلى أقصى العوائد من خلال التعامل بالأدوات المتاحة كالأسهم والسندات وأدوات السوق النقدية وغيرها.

2. أنواع صناديق الاستثمار: تنقسم صناديق الاستثمار حسب عدة معايير إلى:¹

- **حسب طبيعتها:** تنوع بين:

● **صناديق الاستثمار المباشر:** يقوم هذا الصندوق بالاستثمار مباشرة في تأسيس شركات جديدة أو شراء حصص في شركات قائمة أو إعادة هيكلة شركة خاسرة.

● **صناديق الاستثمار غير المباشر:** يقوم هذا الصندوق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية بتكوين محافظ استثمارية من الأسهم والسندات بحسب الغرض من نشاطه، وهو ينقسم إلى نوعين:

● **صناديق الاستثمار المغلقة:** هذا النوع لا يسمح لحملة الوثائق باسترداد قيمتها قبل انقضاء مدتها، وإذا كانت هذه الوثائق متداولة في البورصة يمكن لصاحبها بيعها في البورصة، وهي صناديق لها هدف محدد ومدة محددة ثم يصفى بعدها الصندوق لتوزيع عوائده على المستثمرين، وتتميز أيضاً بثبات رأسمالها وبالتالي عدد الأسهم المتداولة.

● **صناديق الاستثمار المفتوحة:** يسمح هذا النوع من الصناديق لحملة الوثائق باسترداد قيمتها قبل انقضاء المدة بقيمة يتم تحديدها بناء على صافي قيمة أصول الصندوق في تاريخ الاسترداد، وهي صناديق لدخول وخروج المستثمرين لذلك فإن عدد أسهم محافظها غير ثابت لإمكانية البيع والشراء.

- **حسب الهدف منها:** تنقسم إلى:

● **صناديق النمو:** يركز هذا النوع من الصناديق على الاستثمار في الأسهم.

● **صناديق الدخل:** يقوم بتوظيف أغلب أمواله في السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة.

● **الصناديق المتوازنة:** تتنوع تشكيلتها بين الأسهم العادية وبين الأوراق المالية ذات معدل الفائدة الثابت.

● **صناديق المؤشرات:** هي صناديق استثمارية مشتركة بين مجموعة من المستثمرين مثبتة من خلال وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً مشاعاً في رأسمال الصندوق وتشكل بدورها من مجموعة من الأوراق المالية

¹ جيهان جمال، مرجع سابق، ص: 52، 53.

المتداولة في البورصة والمكونة لمؤشر معين قائم مثل: مؤشر داوجونز، ستاندرد آند بورز، بحيث يرتبط أداء وعائد الصندوق على أداء المؤشر المرتبط به.¹

- **صناديق الاستثمار في النقد:** تستثمر هذه الصناديق أموالها في الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مثل أذون الخزانة وشهادات الإيداع بالبنوك، وتهدف إلى تحقيق أعلى عائد على أدواتها، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض درجة المخاطرة وبالتالي العائد، إلا أنها تتميز بدرجة عالية من السيولة والأمان.

الفرع الثالث: مزايا صناديق الاستثمار

تتسم صناديق الاستثمار بمزايا عديدة وعلى عدة مستويات منها:²

1. على مستوى الأفراد المستثمرين: يوفر الصندوق الاستثماري للأفراد المزايا التالية:

- **توزيع المخاطر الاستثمارية:** حيث أن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكا لحصة شائعة في موجودات الصندوق التي يعتمد في انتقائها على التنوع الكفاء بمعنى إذا حدثت خسارة في إحدى أوراق الصندوق يتم تعويضها بمكاسب الأوراق المالية الأخرى، وهذا كله بهدف تحقيق الأمان وتخفيض مستوى المخاطر وبالتالي الحفاظ على رأس المال.
- **توفر إدارة استثمارية متخصصة:** بمعنى الاستفادة من خبرة ومهارة الإدارة المحترفة التي لها معرفة كاملة بأحوال السوق ما يمكنها من اختيار الأوراق المالية التي تحقق لها ربحا إلى جانب الربح الرأسمالي (نتاج عن زيادة القيمة السوقية للورقة على قيمتها الاسمية) وبالتالي تعتبر أداة استثمارية جيدة لمن لهم القدرة المالية ويفتقدون للخبرة والوقت والمعلومات لإدارة محافظهم الاستثمارية.
- **الاعفاء من الأعباء الادارية**
- **السيولة:** حيث يتاح للمستثمر استرداد أمواله قبل نهاية مدة وثيقة الاستثمار من طرف الصندوق أو من خلال البورصة.
- **التنظيم و الرقابة والمساهمة في تنوع مجالات الاستثمار مما يؤدي إلى تقليل المخاطر.**

¹ كتاب شافية وبن دعاس زهير، "آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5، 6 ماي 2014، ص: 2.

² بالاعتماد على:

- أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص: 55-57.

- عدلي علي حماد، "أحكام صناديق الاستثمار الاسلامية-دراسة فقهية قانونية مقارنة-"، أطروحة دكتوراه منشورة في التمويل الاسلامي بالجامعة الاسلامية العالمية، بماليزيا، مطبعة فور كولورز، 2010، ص: 31، 32.

- المرونة والمواءمة: حيث يعطي الصندوق للمستثمر الحق في الانتقال باستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة وهذا ما يخدم المستثمرين الذين يرغبون في تغيير وجهتهم الاستثمارية.

2. على مستوى الجهاز المصرفي: تحظى المصارف المتعاملة بالصناديق الاستثمارية بالمزايا التالية:

- تدوير محافظ الأوراق المالية داخل البنوك بيعا وشراء عوضا عن الاحتفاظ بها وذلك من خلال بيع جزء منها لصناديق الاستثمار وتحقيق أرباح تتمثل في فرق تقييم الأوراق المالية عند بيعها لصناديق الاستثمار؛

- مواكبة التغيرات الدولية في تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية عن طريق ما تحصل عليه من ائجاب وعمولات من خلال أداء مهامها في صناديق الاستثمار؛

- تعتبر صناديق الاستثمار نشاطا جديدا ومكملا لخدمات المصارف التجارية سعيا من هذه الأخيرة الى تحقيق مفهوم البنوك الشاملة؛

- يعتبر صندوق الاستثمار مجالا ملائما لاستثمار فائض السيولة الذي تعاني منه البنوك.

3. على مستوى الاقتصاد: تساهم الصناديق الاستثمارية على مستوى الاقتصاد في:

- دعم الأسواق المالية بإضفاء السيولة المالية وتنشيطها بجذب المدخرين بأسلوب عملي؛

- وسيلة فعالة في تدعيم التخصيصية وتوسيع قاعدة الملكية من خلال تنشيط أموال المدخرين واستثمارها؛

- توفير السيولة اللازمة للشركات الأمر الذي يدفعها إلى السوق المالي لتمويل نشاطاتها بدلا من الاقتراض من البنوك؛

- تساهم في التقييم السليم للأوراق المالية بالإضافة إلى دورها في امتصاص السيولة من المجتمع وبالتالي خفض معدل التضخم.

خلاصة الفصل الأول

على اعتبار أن السوق المالي بمفهومه الاقتصادي ذلك الإطار الذي يشمل مختلف المعاملات المالية والجهاز المنظم لها والقائم عليها ومختلف المتعاملين فيه، من أجل ضمان تحويل الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى القطاعات الاقتصادية ذات العجز التمويلي بكفاءة وفعالية وسهولة ويسر، مستخدمين في ذلك مختلف الأدوات المساعدة على تعبئة المدخرات المعطلة وتحويلها إلى استثمارات منتجة من خلال ما يسمى بتوظيف السيولة؛

بحيث يقوم السوق المالي في إطار قيامه بوظائفه على مقومات أساسية متعلقة بالجانب القانوني، التنظيمي والفني، التسويقي، الوضع المالي والاقتصادي وسياسات الدولة المختلفة، مع مراعاة حجم الكتلة النقدية المتداولة وقيمة العملة وسعر الصرف، الأمر الذي يساعدها في أداء نشاطها والتوسع في تعاملاتها؛

وتعتبر الأدوات المالية بمختلف أنواعها الوسيلة الأنسب لتوظيف الأموال واستثمارها، وتتنوع بدورها لتلبية شتى متطلبات المتعاملين والمستثمرين بين أدوات الملكية والمديونية وأدوات السوق النقدية، وأدوات التحوط من المخاطر المستقبلية للمعاملات المالية، فضلا عن ما تفرزه الهندسة المالية من منتجات مُطورة ومُبتكرة كالأدوات المالية المركبة وصناديق الاستثمار التي تتماشى مع تطورات جمهور المتعاملين.

الفصل الثاني:

استراتيجيات

ابتكار وتطوير

المنتجات المالية

الإسلامية

الفصل الثاني: استراتيجيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

تنوع المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة فضلا عن المنتجات المالية الإسلامية الأصيلة والأخرى التقليدية التي لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، لتشمل المنتجات المالية الهجينة المكونة من عقدين أو أكثر والمجمعة وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، وكذا الصكوك المالية الإسلامية التي تستند في تأسيسها على صيغ وأساليب التمويل الإسلامي والتي تتلاءم مع جميع الأنشطة التمويلية والاستثمارية؛

حيث تكتسي وظيفة الابتكار والتطوير أهمية بالغة باعتبارها تركز على إيجاد آليات تمويلية جديدة من شأنها تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد، وابتكار حلول جديدة للإدارة المالية تغنيها عن الطرق التقليدية ومخاطرها، وقد يكون نتاج الابتكار المالي منتجا ماليا يتميز بكفاءة اقتصادية ومصداقية شرعية تؤهله لاعتماده كمنتج مالي إسلامي والتعامل به كأداة للتمويل والاستثمار؛

لذا تقوم العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وبغرض مواكبة التطورات الحاصلة في مجال المالية الإسلامية والتغيرات الخارجية المهددة لسير عملها ونتائجها المتوقعة، بانتهاج سياسة للتطوير والابتكار المالي هدفها مواجهة المنافسة مع مثيلاتها من المؤسسات المالية الإسلامية ومع نظيراتها من المؤسسات المالية التقليدية في مجال المالية الإسلامية.

وسيتيم في هذا الفصل التطرق لمجمل هذه المواضيع من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: استراتيجيات الابتكار المالي والهندسة المالية
الإسلامية

المبحث الثاني: المنتجات المالية الإسلامية وأسس بنائها

المبحث الثالث: الصكوك المالية الإسلامية وأنواعها

المبحث الأول: استراتيجية الابتكار المالي والهندسة المالية الإسلامية

الابتكار المالي هو نتيجة وثمرة الهندسة المالية الإسلامية، حيث تقدم الشريعة الإسلامية البيئة المناسبة للإبداع والابتكار من خلال منهجها الوسطي، وباستخدام العقل البشري في إيجاد تنظيمات وطرق فنية وأساليب حديثة للمعاملات المالية التي تسهم في تطوير المؤسسات المالية الإسلامية من جهة، وتحقيق أهداف المجتمع من جهة أخرى وذلك وفق خطط واستراتيجيات تقوم أساساً على قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية ابتداءً وانتهاءً عبر مختلف مراحل عملية الابتكار والتطوير؛

حيث تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية في التعامل بالأموال وتحقيق مقاصد الشرع في حفظ المال من جانب الوجود وجانب العدم، وهذا لا يتم إلا من خلال مجموع الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم، التطوير، والتنفيذ للعمليات والأدوات المالية بغرض تحقيق السلامة الشرعية وإيجاد حلول إبداعية لمشاكل التمويل الحالية والمستقبلية.

وسيتيم من خلال هذا المبحث التطرق لكل من الهندسة المالية الإسلامية والابتكار المالي الإسلامي ومختلف الإستراتيجيات المتبعة في ذلك وفق المطالب التالية:

المطلب الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية، ومتطلباتها

المطلب الثاني: مناهج ومتطلبات الابتكار المالي الإسلامي

المطلب الثالث: استراتيجية الابتكار المالي الإسلامي، الصعوبات والتحديات

المطلب الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ومتطلباتها

الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

1. تعريف الهندسة المالية الإسلامية: الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية وقد عرفها بعض الباحثين

بأنها: "تصميم، تطوير، وتنفيذ لأدوات وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل بهدف خفض التكاليف وزيادة العائد"¹؛

وتُعرف الهندسة المالية الإسلامية أيضا بأنها مجموع الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم، التطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة وتنميطها في منتجات تحقق الأغراض المالية مع السلامة الشرعية، بالإضافة إلى صياغة الحلول الإبداعية لمشاكل التمويل التي عجزت الطرق الحالية عن حلها وكل ذلك في ضوء قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية²؛

وتُعرف أيضا: "تطوير عمليات وإجراءات وأدوات مالية أو ابتكار أخرى جديدة بغرض تنظيم مختلف الجوانب المالية للشركات لاسيما في حالة التقييد في السوق المالي"³؛

فهي تركز على عنصر الابتكار والتطوير، كما تقدم حلولاً إبداعية لصياغة أدوات أو عمليات مالية وصولاً إلى منتجات مالية، وذلك استجابة للفرص الاستثمارية وتلبية لاحتياجات قائمة أو استغلال فرص وموارد معطلة، هدفها تخفيض التكاليف وزيادة العوائد.

وتشير التعاريف السابقة إلى أن الهندسة المالية الإسلامية تتضمن العناصر الآتية:⁴

- ابتكار أدوات مالية جديدة، كتقديم أدوات مبتكرة للأسهم وبديلة للسندات تغطي احتياجات المستثمرين؛
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض تكاليف المعاملات وتحقيق الاستخدام الكفء للموارد؛
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل: إدارة السيولة، إعداد صيغ تمويلية جديدة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع، ابتكار استراتيجيات لإدارة المخاطر.

¹ سامي إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، بحث مقدم في: ندوة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، البحرين، 2007، ص: 105.

² مرغاد لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول"، بحث مقدم في: مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 29، فيفري 2013، ص: 47، 48.

³ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، الجزء الأول، مرجع سابق، ص: 244.

⁴ عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، يومي 15، 16 ديسمبر 2010، ص: 07.

2. أهمية الهندسة المالية الإسلامية: تنبع أهمية الهندسة المالية الإسلامية من كونها الحافز لتجاوز القيود التي تعيق تحقيق الأهداف الاقتصادية، فقد تكون قيوداً قانونية، تقنية، أو اجتماعية... وذلك من خلال:¹

- تنوع مصادر الربحية للمؤسسة المالية الإسلامية من خلال الاستجابة للفرص الاستثمارية المختلفة؛
- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو على حسب دورة حياة المنتج في السوق؛
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع الصيغ والمعاملات والقطاعات؛
- دعم المركز التنافسي للمؤسسة في السوق المالي؛
- تلبية الحاجات المتجددة والمتنوعة للمتعاملين والمستثمرين بأقل تكلفة؛
- تسهم في ابتكار طرق جديدة لقياس وتحسين إدارة المخاطر وكذا توزيعها؛
- الحاجة إلى الاجتهاد في تكييف العقود الموجودة، أو تطويرها واستحداث عقود جديدة، ما يجعل الفقه الإسلامي حاضراً على الساحة الاقتصادية ومسايرته للتطورات الحاصلة في هذا المجال؛
- تساهم في تنشيط البورصات المالية وكذا المنشآت الاستثمارية إذ بإمكانها تخفيض تكلفة النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات جديدة وكذا أسواق جديدة؛
- إيجاد أدوات مالية جديدة لغرض التحوط، المضاربة والاستثمار التي تدور جميعها حول إدارة المخاطر.

الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية من خلال العناصر التالية:²

- التوازن بين مختلف الأطراف المشتركة في العملية التمويلية والاستثمارية، وذلك من خلال تنوع صيغ ومجالات التمويل والاستثمار على حسب احتياجات المتعاملين ومن ثم استحقاق العائد على أساس الصيغة المطبقة؛
- التكامل بين الاقتصاد الحقيقي والمالي؛
- الحل والمشروعية في المعاملات المالية؛

¹ بالاعتماد على :

- سامي ابراهيم السويلم، " صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الإسلامي" -، بحث مقدم في: مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000، ص: 10-15.

- صالح مفتاح وريمه عمري، " الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية"، بحث مقدم في: المنتدى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3،4 ديسمبر 2012، ص: 17.

² لعمش أمال وشرقي سارة، " أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية- تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 5، 6.

- التناسب بين العقد والهدف المقصود من ورائه؛
- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية، لأنها القيم التي تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات، التدليس والمقامرة؛
- تحريم أي عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغبن، وفلسفة الإسلام في ذلك اعتبارها شروط أساسية للمنافسة الكفأة الشريفة؛
- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي وهذا ما تحتويه صيغ التمويل الإسلامية القائمة على أساس قاعدة المشاركة في الربح و الخسارة، وقاعدتي "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان"؛
- تجنب مختلف المعاملات الربوية، واستبدالها بمعاملات حلال؛
- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الكليات الخمس: الدين، العقل، النفس، العرض والمال، وهذا ما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

الفرع الثالث: متطلبات الهندسة المالية الإسلامية

لتحقيق الغرض الأسمى من الهندسة المالية الإسلامية وهو إيجاد حلول مشروعة لمشاكل التمويل والاستثمار يتطلب إتباع الخطوات التالية:¹

1. التدرج في التطبيق: وذلك من خلال التحول التدريجي في المعاملات والابتكارات المالية مع وجود النية الصحيحة لتطويرها بما يتلاءم ومتطلبات الشريعة الإسلامية.
2. الشفافية والأمانة في المعاملات المالية: يعني توفر الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والمعاملات المختلفة في السوق المالي، وذلك لتفادي التحايل على الربا والقمار..... الأمر الذي تستدعيه الشريعة الإسلامية.

¹ بالاعتماد على:

- مرغاد لخضر، مرجع سابق، ص: 49-51.
- بن فرجة حسام وداني لكبير معاشو، "استخدام منهج المحاكاة في الهندسة المالية الإسلامية- تكييف البنك الألماني للمشتقات المالية باستخدام صيغة الوعد-"، بحث مقدم في: مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 07، ديسمبر 2018، ص: 27.
- محمد الأمين ولد عالي، "التنظيم الفقهي والتنظير القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية- السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي-"، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن حزم، الطبعة الأولى، بيروت، 2011، ص: 120.

3. وضع معايير وتشريعات لنشاط المؤسسات المالية الإسلامية: من أجل مواكبة التدرج في تطبيق الهندسة

المالية الإسلامية ولتحقيق الإفصاح والشفافية يجب وضع المعايير والتشريعات اللازمة لتحقيق ذلك، بالإضافة إلى أن استقرار النظام المالي يتطلب إيجاد معايير موحدة للرقابة تماشى مع خصائص النظام المالي الإسلامي.

4. توفير السوق المالية الإسلامية: هي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في كل عناصرها من أدوات وحقوق

المتعاملين، وأساليب إجراء الصفقات والمعاملات دون التقيد بوجود مكان محدد، وبالنظر إلى الدور الذي تلعبه السوق المالية الإسلامية في النظام المالي التقليدي فهي تساهم في إيجاد وتطوير منتجات مالية إسلامية مع ضرورة توفرها على هيئة للرقابة الشرعية؛

والنظام الاقتصادي الإسلامي يكفل الشرط المؤسسي للكفاءة ممثلاً بالسوق المالية الإسلامية من خلال جملة الأحكام الشرعية والقواعد والضوابط التي تؤمن هيكل السوق وتوفير المعلومات الكافية وآلية كفأة للتسيير وحرية الاختيار.

5. التعزيز القانوني للسوق المالية الإسلامية: بمعنى الاعتراف القانوني بخصوصية المؤسسات المالية الإسلامية

المتعاملة في السوق المالي الإسلامي من خلال وضع قوانين تنظمها وتميئها عن غيرها من المؤسسات المالية التقليدية.

6. حسن إعداد وتدريب الكوادر والموظفين: بمعنى تأهيلها علمياً وعملياً على العمل المالي الإسلامي بهدف

زيادة التنسيق وتشجيع الاستثمارات.

وبالرغم من صعوبة إيجاد كل هذه المتطلبات لكن التدرج في التطبيق والمتابعة في التشريع سيجعل من ذلك أسهل

مع أخذ الوقت الكافي والمناسب لذلك.

المطلب الثاني: مناهج ومتطلبات الابتكار المالي الإسلامي

الفرع الأول: مفهوم ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية

1. تعريف الابتكار المالي: الابتكار المالي هو نتيجة وثمرة الهندسة المالية، فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار

يعتمد على الهندسة المالية، والشريعة الإسلامية تقدم البيئة المثالية لذلك من خلال منهجها الوَسْطِي بين القواعد الفقهية والمتطلبات المجتمعية الحقيقية، والمطلوب هنا هو الابتكار الذي يولد قيمة مضافة وليس مجرد إعادة تصدير للمنتجات التقليدية بحلة جديدة، حيث يعتبر الابتكار العنصر الرئيس لبقاء ونمو المؤسسات المالية الإسلامية، ويمكنها من مواكبة المستجدات ومواجهة التحديات في ظل عدم الاستقرار الاقتصادي، ويعرف أيضا على أنه: "التطوير المنتظم والتطبيق العملي للأفكار الجديدة"¹؛

ويبحث الإسلام المجتمع المسلم على الأخذ بأحدث ما ابتكره العقل البشري من تنظيمات وطرائق فنية وأساليب تكنولوجية وصيغ إدارية للتعامل الكفء والفعال مع الأشياء في مجال المعاملات، على أن يحرص الإنسان على التراث وينهل من حضارة العصر التي أقامها الإسلام وذلك وفق الضوابط الشرعية.² وتمر عملية ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية عبر المراحل التالية:³

- مرحلة الدراسة والتأصيل الشرعي والقانوني؛
- مرحلة التصميم؛
- مرحلة التنفيذ؛
- مرحلة التقييم والمراجعة.

¹ حنان العمراوي، "الكفاءة الاقتصادية كأساس لتطوير المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 06، جامعة أم البواقي، الجزائر، ديسمبر 2016، ص: 247.

² عبد الحميد الغزالي، "حول المنهج الإسلامي في التنمية الاقتصادية"، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، الطبعة الأولى، 1989، ص: 11.

³ سفيان حرير، "دور الهندسة المالية في الابتكار والتطوير-الصكوك الإسلامية نموذجا-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 5-7.

2. أشكال الابتكار المالي الإسلامي: تتنوع أشكال الابتكار المالي الإسلامي بين ابتكار آليات، ونماذج، وأدوات مالية إسلامية من شأنها إيجاد حلول لمشاكل التمويل على مستوى المنتج المالي الإسلامي بحد ذاته، أو على مستوى آليات التعامل بالمنتج المالي، حيث يتنوع الابتكار المالي ليأخذ أحد الأشكال المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم(01):أشكال الابتكار المالي

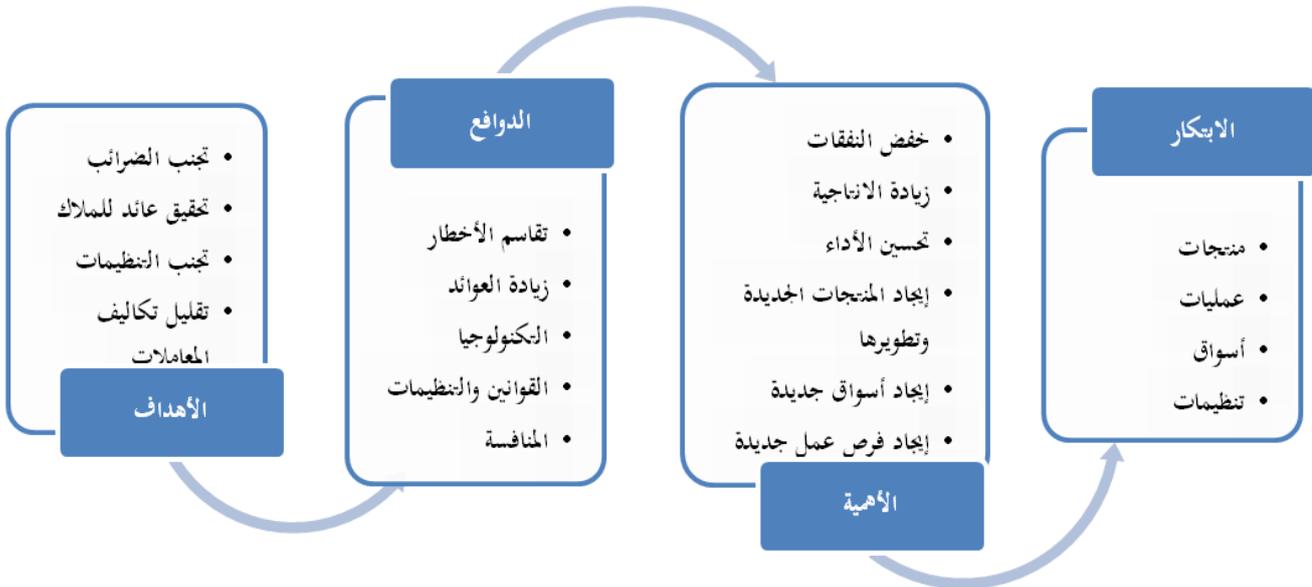
الرقم	الشكل	المفهوم العملي
01	اختراع معدوم	إيجاد منتج (سلعة أو خدمة) جديد لم يكن موجودا من قبل.
02	تكميل ناقص	إضافة قيمة لمنتج قائم لزيادة منفعه.
03	تفصيل مجمل	القدرة على الفك والتركيب وتحليل المكونات بما يسهل عمليات النقل والاستبدال.
04	جمع متفرق	تجميع أجزاء متفرقة ذات مواصفات معينة لتعطي منتجا كاملا بخصائص جيدة.
05	تهذيب مطول	إنقاص أو تقليل عناصر كانت تعيق ابتكار سابق.
06	ترتيب مختلط	إعادة ترتيب أجزاء المنتج للوصول إلى منتج أفضل.
07	تعيين مبهم	تحديد خصائص أو وظائف منتج بشكل أوضح لزيادة كفاءته وتعظيم فائدته.
08	تبيين خطأ	توضيح خطأ في منتج قائم لتصحيحه.

المصدر: عبد الكريم قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية"، E-Kutub Ltd، لندن، بريطانيا، الطبعة الأولى، 2017، ص: 21.

ومن خلال الجدول السابق يتضح أن أهمية الابتكار المالي تكمن في وجود الحاجة الدافعة إليه، وهي درجة المخاطر التي تواجه القطاع المالي والتي يكون لها أثر على العوائد المالية والاستقرار المالي، فانطلاقا من نوع المشكلة تتحدد كيفية المعالجة أو التصويب وبالتالي تحديد مسار الابتكار المالي وضبط توجهاته وأهدافه، وقد يكون الحل في إيجاد منتج جديد أو تصويب موجود أو استبداله بمنتج آخر.

3. الركائز الأساسية للابتكار المالي: لكي يكون الابتكار فعالا في الجانب المالي ولخدمة أهداف الهندسة المالية الإسلامية يجب أن يأخذ أبعاد مختلفة حيث يتطلب مراعاة نوع الابتكار وأهميته، والدوافع المؤدية إليه، فضلا عن الأهداف التي يسعى لتحقيقها، والمبينة في الشكل التالي:

شكل رقم (02) الركائز الأساسية للابتكار المالي



المصدر: عبد الكريم قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية"، E-Kutub Ltd للنشر، لندن، بريطانيا، الطبعة الأولى، 2017، ص: 25-31.

يتضح من خلال الشكل السابق أن الابتكار المالي ينطلق من مقومات أساسية تشكل الإطار العام لهذه العملية، انطلاقا من تحديد مفهومه وأبعاده مروراً بأهميته على مستوى المنشأة والاقتصاد ككل، فضلا عن الأسباب الدافعة إليه والضرورية لتحقيق الأهداف المرجوة منه، وبذلك لا يمكن اعتبار أي تغيير أو تعديل ابتكارا ماليا ما لم يتوفر على هذه الأبعاد.

الفرع الثاني: مناهج ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية

يمكن تحديد منهج تطوير المنتجات المالية الاسلامية بناء على نقطة البداية التي نطلق منها، فإما أن تكون من منتج مالي (جانِب العرض) أو انطلاقاً من احتياجات العميل (جانِب الطلب) وذلك من خلال:¹

- المحاكاة لمنتج غير مشروع؛
- التحوير لمنتج مشروع؛
- تتبع الاحتياجات الفعلية (الأصالة والابتكار).

1. المحاكاة: هي الأسلوب الأكثر ممارسة في واقع الصناعة المالية الإسلامية، حيث تقوم على البحث عن بدائل لمنتجات غير مشروعة كالقرض في المصارف التجارية الذي ينتهي دوماً بفائدة مضافة إلى أصل القرض وفي المقابل يبحث المصرف الإسلامي عن صيغة يصل بها إلى النتيجة نفسها والتي تكون محددة سلفاً وذلك من خلال توسيط سلع أو معادن أو غيرها...، غير أنه لا ضير من الاستفادة من الجوانب التقنية والفنية في عملية التطوير التي لا تتعارض مع مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

وبالرغم من الإيجابيات التي يمتاز بها هذا الأسلوب وهي السهولة والسرعة في تطوير المنتجات ورواجها خاصة لدى الفئة المعارضة للتعامل بالفوائد الربوية، إلا أن سلبياته تتعدد إلى:

- أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا منفعة اقتصادية من ورائها لأن العبرة في المضمون والجوهر تبعا للقاعدة الفقهية القائلة بأن: "العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني"؛
- في ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية مجرد عائق يمثل تكلفة إضافية على المؤسسات المالية الإسلامية من ثم نقلها إلى العميل لتصبح المنتجات المالية الإسلامية أكثر تكلفة مقارنة بالمنتجات المالية التقليدية؛
- إن محاكاة المنتجات التقليدية في صناعتها ونتيجتها يستلزم التعرض لنفس مشاكلها ومن ثم اللجوء إلى نفس أدوات التحوط التقليدية.

¹ بالاعتماد على:

- حيرش فايزة، "واقع واستراتيجيات تطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أبريل 2016، ص: 12، 13.
- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المجلد عشرون، العدد 02، 2007، ص: 06، 07.
- زهرة بن سعدية ومُحَمَّد زيدان، "المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجيات تطويرها"، بحث مقدم في: مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد الرابع، العدد 07، جوان 2018، ص: 230، 231.

2. **التحويل:** المقصود به هو البدء من منتج مشروع لتغيير بعض عناصره أو أجزائه أو اشتقاق منتج آخر منه أو من مجموعة من المنتجات المشروعة، غير أنه لا يمكن الحكم عليه بالحل إلا بعد تمريره عبر مصفاة الضوابط الشرعية.
3. **الاحتياجات الفعلية:** تعتمد هذه الاستراتيجية على تحليل الاحتياجات الحقيقية للعملاء من ثم تصميم المنتجات المناسبة لهم، وهذا يتطلب تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لذلك على أن تلي الاحتياجات الفعلية للعملاء (سلع وخدمات) واعتبار النقود وسيلة لتحقيق ذلك، غير أن هذه الطريقة تعتبر مكلفة لأخذها زمام المبادرة ولأنها تعتبر أكثر جدوى من غيرها لارتباطها بالمعنى الحقيقي للتمويل وهو التبادل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

الفرع الثالث: متطلبات ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية

إن الصناعة المالية الإسلامية مطالبة الآن أكثر من أي وقت سابق بوضع خطط فعالة، مدروسة وواضحة تقوم على منهج علمي وعملي يتلاءم مع طبيعتها، الأمر الذي يتطلب القيام بدراسات مستمرة لحاجات السوق والعملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية وذلك لضمان الكفاءة والمصدقية من خلال توفير:

1. **متطلبات شرعية:** تضمنت الشريعة الإسلامية الأسس الضرورية لقيام الهندسة المالية الإسلامية، حيث حثت على الابتكار وشجعته وبينت الأسس التي يقوم عليها وذلك لتحقيق الأهداف المرجوة، ومن أهم هذه الضوابط:¹

- تحقق وجود الحاجة الداعية إلى الابتكار المالي والتي يمكن أن تكون لدفع الحرج، أو تحقيق مصلحة اقتصادية عامة أو خاصة، وكذا تجنب الوقوع في الخسائر المحتملة؛
- أن يكون الابتكار المالي فيما يسوغ فيه الاجتهاد كالمعاملات المالية مثلا لا العبادات ويستند في ذلك إلى أن الأصل في المعاملات الاباحة؛
- أن يتم الجمع في عملية الابتكار بين مشروعية الغاية والوسيلة، أي تحري المشروعية والمصدقية ابتداء وانتهاء؛
- أن يقوم الابتكار المالي على الجمع بين مقصود المشرع ومصلحة المكلف؛
- أن يكون الهدف منه تحقيق مصلحة معتبرة شرعا سواء كانت عامة أو خاصة؛
- أن لا يشتمل في مضمونه على حيلة محرمة أو يكون وسيلة للوصول إلى منتج محظور شرعا؛

¹ ضامن وهيبة وحشايشي سلمى، "مدى مطابقة المظهر الخارجي للمنتج الإسلامي مع مضمونه الداخلي- التورق المصرفي نموذجاً"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 112.

- أن يراعي في مجمله تحقيق المصالح والمسؤولية الاجتماعية للمؤسسة؛
 - تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعملية التنفيذ.
2. **متطلبات قانونية (تشريعية):** إذا كان القانون مستمداً من مبادئ الشريعة الإسلامية فهذا هو المطلوب وإلا استوجب ضرورة تحقيق الموازنة بينهما من خلال تطبيق الشريعة الإسلامية في ضوء القانون، بمعنى أن المشرع بإمكانه المساعدة في هندسة وتسويق منتجات مالية إسلامية وذلك من خلال:¹
- ضرورة الالتزام بقواعد وأحكام التشريع الإسلامي في النشاط والعقود المستخدمة وآليات التنفيذ؛
 - النص على مسمى الصكوك الإسلامية والغرض منها في وثيقة الإصدار؛
 - وضع حد أقصى لقيمة إصدار الصكوك نسبة لرأس المال المصدرة وتقنين الحقوق المترتبة عن ذلك؛
 - تقنين القواعد المحاسبية لقياس الربح وتوزيع العائد والمعالجة المحاسبية في حالة تحقق الخسائر؛
 - إقرار حقوق حملة الصكوك عند التصفية؛
 - تعزيز الرقابة والشفافية والإفصاح وتداول المعلومات؛
 - وضع إطار تشريعي لأي تعديلات يمكن أن تطرأ على المنتجات وذلك في ضوء أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛
 - المعرفة الواسعة بالقانون المحلي والدولي فيما يتعلق بالآليات المالية و الأسواق.

¹ بالاعتماد على:

- حكيم بوحرب، "دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي - قانون الصكوك المالية الأردنية نموذجاً"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 12، 13، 14، 15، 16، 17، 18، 19، 20، 21، 22، 23، 24، 25، 26، 27، 28، 29، 30، ص: 106.
- كوثر الأبي، "المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الإسلامية كمصدر تمويلي جديد في السوق المصرية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، 14 مارس 2012، ص: 3-12.

3. متطلبات علمية وعملية: وتنقسم إلى:¹

- متطلبات علمية: تتمثل في:

- الفهم الجيد للنظرية المالية والخلفية الواسعة في علوم الرياضيات، الإحصاء، الاقتصاد واعتمادها في الجانب المالي لبناء المحافظ الاستثمارية وتسعير الأدوات المالية وقياس المخاطر والتحوط منها؛
- اتقان التعامل ببرمجيات الحاسوب والبيانات المختصة بتطوير التقنيات الجديدة في علم المالية؛
- الوصول إلى أدنى تكلفة للمنتجات المالية الإسلامية لتحقيق الميزة التنافسية مع نظيرتها التقليدية؛
- القدرة على إدارة هيكل الأصول النقدية والمنتجات المالية الجديدة؛
- تنظيم وإعادة هيكلة المنظومة المالية وفق التغيرات الخارجية وكذا الداخلية.

- متطلبات عملية: وتقوم على:

- العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق منتجات الصناعة المالية الإسلامية وتأمين السيولة اللازمة لذلك؛
- تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية كمجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في مجال التطوير؛
- تخفيض تكاليف المنتجات المالية الإسلامية سعياً لتحقيق الميزة التنافسية.
- تجميع الجهود لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية وكذا تقديم رؤية واضحة حول الضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية وذلك لإزالة الغموض وتعزيز ثقة المتعاملين بها؛
- العناية بجانب تطوير المنتجات المالية الإسلامية من خلال تشجيع البحوث العلمية والدراسات المختصة في ذلك؛
- تأهيل العاملين في هذا المجال بهدف زيادة الوعي والاحتراف من وقوع المخالفات الشرعية وبالتالي تقليل المخاطر.

¹ بالاعتماد على:

- محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص: 06.
- محمد عمر جيسار، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، بحث مقدم في: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع وتحديات المستقبل، الجمهورية العربية اليمنية، صنعاء، يومي 20، 21 مارس 2010، ص: 11، 12.

المطلب الثالث: إستراتيجية الابتكار المالي الإسلامي، الصعوبات والتحديات

الإستراتيجية هي خطة طويلة الأجل تأخذ بعين الاعتبار كافة المقومات الداخلية من نقاط قوة وضعف في المراكز المالية وكذا البيئة الخارجية بمتغيراتها تركيزاً على المؤثرات المالية،¹ والابتكار المالي يتضمن التغيير، والتغيير يؤدي إلى عدم الاستقرار، وعدم الاستقرار بطبيعته غير مرغوب فيه، بمعنى أن الابتكار لا يُطلب لذاته وإنما هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة تغطي آثار عدم الاستقرار فيكون له آثاراً مالية واقتصادية إيجابية، والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد إذ لا بد أن يؤدي هذا التغيير إلى مستوى أفضل من الكفاءة والفعالية لتحقيق ما لم تستطع الآليات والأدوات السائدة تحقيقه.²

الفرع الأول: استراتيجية الابتكار المالي الإسلامي

تقوم الخطط الواجب وضعها لابتكار منتجات مالية إسلامية على النقاط التالية:³

1. الخروج من الخلاف الفقهي: إذا ما تم اعتبار الاختلاف رحمة وتوسعة لمجال البحث والتطوير في جانب

التمويل الإسلامي ومنتجاته، يعتبر من جانب آخر أحد أهم المعوقات التي تواجه عملية التطوير في حد ذاتها، إذ لا بد من وضع معالم رئيسية ونقاط مشتركة للاتفاق وبناء معايير موحدة تتيح الفرصة للمؤسسات المالية الإسلامية للعمل والاجتهاد في إطارها، لأن الاجتهاد الجماعي والتنسيق بين الفقهاء هو الهدف الاستراتيجي للفتاوى المستجدة وذلك لتوسيع قاعدة العملاء وتوفير الجهود للحلول والبدائل المالية المبتكرة.

2. التميز في الكفاءة الاقتصادية: بعد وضع التأصيل الشرعي للمنتج المالي أو إيجاد التكييف الفقهي له

يستوجب أن يكون ذا كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية، خاصة في ظل المنافسة بين المؤسسات المالية التقليدية والمؤسسات المالية الإسلامية وحادثة تجربة هذه الأخيرة في جانب الابتكار والتطوير بالإضافة إلى مجموع المخاطر المحيطة بها، ولا مانع من الاستفادة من المكاسب التقنية والعلمية للمؤسسات المالية التقليدية فيما لا يخالف الشريعة الإسلامية.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص: 47-49.

² يوسف سعاد ومخلوف عبد السلام، "دور الهندسة المالية في ابتكار منتجات مالية إسلامية"، بحث مقدم في: مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 01، 2017، ص: 122.

³ بالاعتماد على:

- عبد الحليم عمار غربي، "الصناعة المصرفية الإسلامية - ماضيها وحاضرها ومستقبلها"، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2017، ص: 97، 98.
- موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6، ماي 2014، ص: 11-15.
- نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "منهجية تطوير المنتجات المصرفية الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الأول حول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، يومي 5، 6 أبريل 2011، ص: 3-6.

3. الاتفاق مع السياسات والتشريعات الحكومية: تهدف السياسات والتشريعات الحكومية إلى تحقيق هدفين

رئيسيين هما:

- تحقيق مصلحة الفرد والمجتمع في شتى مجالات الحياة؛

- جعل مصلحة المجتمع متطابقة مع مصلحة الفرد.

لذا ولتحقيق هذه المصالح لا بد من عدم خروج الفتاوى الشرعية ومتطلبات الكفاءة الاقتصادية عن إطار خدمة مصالح الفرد والجماعة والتنسيق بينهما، كما لا بد من إيجاد المخارج القانونية وانتهاج السياسات الحكومية التي تخدم عملية ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية.

4. التميز في خدمة المجتمع: إذا ما تم توفير منتجات مالية إسلامية تتيح الفرصة للمجتمع في توظيف أمواله

وأفكاره واستثمارها بطريقة تضمن له السلامة الشرعية والكفاءة الاقتصادية، كما تساعد في تنمية الاقتصاد وتعظيم المنافع في القطاعين النفعي والخيري (الزكاة والوقف).

5. البعد عن التركيب والتعقيد: إذ أن الهدف من ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية هو تجاوز بعض

المشاكل والتحديات التي تعاني منها الصناعة المالية الإسلامية سواء من الناحية التنظير أو من حيث التطبيق، ولتحقيق ذلك يستوجب وضوح آلية بناء المنتجات المالية وطريقة عملها بعيدا عن أي غموض أو حيل تفضي إلى النزاع وتراجع الاقبال على المنتجات المالية الإسلامية.

6. الموازنة بين التفكير والتنفيذ: تبدأ عملية الابتكار من مجرد فكرة لحل مشكلة مالية واقتصادية معينة ليتم

تقييم مدى امكانية تطبيقها للوصول إلى منتج مالي متكامل من الناحية الشرعية والفنية يبدأ من تلبية احتياجات العملاء على المستوى الجزئي ليحقق أهداف الاقتصاد الإسلامي على المستوى الكلي، ويجب أن تكون هذه العملية متناسقة ومتسلسلة للوصول على الأهداف المرجوة.

الفرع الثاني: صعوبات ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية

تكتنف عملية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية العديد من الصعوبات تتنوع وتشكل عبر مراحل عملية التطوير بين تحديات فنية، قانونية، وأخرى شرعية على مستوى¹:

1. ثقافة المؤسسة: وتتمثل في النظرة أو الأهمية التي توليها المؤسسة لعملية تطوير المنتجات المالية وكيفية التعامل

معها، حيث انطلقت أفكار المنتجات المالية الإسلامية من البيئة البنكية التقليدية التي تكونت بعيدا عن المنهج الإسلامي، ويمكن رصد مجموعة من المشاكل المتعلقة بهذا الجانب والمتمثلة في:

- عدم وجود رؤية واضحة وخطط عمل ناضجة لعمليات وإدارات التطوير ما يؤدي إلى التقليد والمنافسة مع ارتفاع التكاليف والتركيز على الربح السريع؛
- عدم تطوير الموارد البشرية لمواكبة تطور المعاملات المالية ما يعكس غياب التحفيز والاهتمام بإيجاد إدارات التطوير في المؤسسات المالية الإسلامية؛

- عدم وجود هيئة عليا تعنى بجوانب التطوير وتقوم بالتأهيل الفني للشرعيين والتأهيل الشرعي للموظفين.

2. تحديد احتياجات العملاء: ويقصد بها الطريقة المعتمدة في التواصل مع العملاء الحاليين والمستقبليين الراغبين

في التعامل بمنتجات مالية إسلامية، ولما كانت البيئة الحاضنة للهندسة المالية هي بيئة بنكية تقليدية أصبحت المنتجات المالية الإسلامية مفرغة من معناها ومقاصدها لتحقيق غايات البنك بظاهر المنتج وشكله، ومن بين المشاكل التي تعاني منها هذه الطريقة نذكر:

- ضعف التواصل مع العملاء لمعرفة احتياجاتهم وخاصة الشرعية منها مع ضعف ثقافة العملاء في هذا الجانب؛

- غياب منهجية بحثية سليمة لمعرفة احتياجات السوق في ظل غياب الشرعيين المتخصصين في هذا الإطار؛

- عدم مراعاة مقاصد الشريعة الإسلامية في خدمة الأفراد والمجتمع من جانب تطوير المنتجات المالية الإسلامية.

3. استراتيجية بناء المنتج: حيث يتم اعتماد منهجية واضحة ومتكاملة للوصول إلى منتج مالي يتضمن

المتطلبات التنظيمية والتشريعية والتسويقية فضلا عن الالتزام الشرعي، وذلك بعيدا عن عملية التزقيع واللصق

¹ بالاعتماد على:

- عبد الحليم عمار غربي، "الصناعة المصرفية الإسلامية- ماضيها وحاضرها ومستقبلها"، مرجع سابق، ص: 87-93.
- مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الإسلامية- دراسة تأصيلية تطبيقية-"، مكتبة الهاشمي، الطبعة الأولى، 2015، ص: 41.
- محمد الأمين خليوة وحنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، بحث مقدم في: مجلة الواحات للبحوث والدراسات، غرداية، العدد 12، 2011، ص: 655-656.

لمنتجات مالية تقليدية وما يقابلها من نسخ إسلامية، وفي هذا الإطار تم تسجيل العديد من الصعوبات المتمثلة في:

- محاكاة عملية بناء المنتج المالي الإسلامي للمنتجات المالية التقليدية نظرا لعدم وضوح القوانين المتعلقة بذلك وكذا غياب مرجعية تضبط هذه العملية؛
- غياب التصور الاستراتيجي والرؤية المستقبلية لبناء منتجات مالية إسلامية من طرف الإدارات والهيئات الشرعية؛
- ضعف الالتزام بالمعايير الشرعية والمهنية الأمر الذي أدى إلى التركيز على السلامة الصورية للمنتج وإهمال البناء الداخلي؛
- تهميش دور الهيئات الشرعية في بناء وتطوير منتجات مالية إسلامية وكذا في متابعة استخدام المنتج وتصحيح الانحرافات العملية.

4. تصميم المنتج: بعد اقتناع المؤسسة المالية بضرورة تبني مشروع تطوير المنتجات المالية الإسلامية وتحديد احتياجات العملاء ووضع الاستراتيجية الملائمة، يستوجب الشروع في تصميم المنتج المناسب غير أن المؤسسة المالية تعاني من بعض المشاكل في هذه المرحلة وهي:

- التنازع بين الهيئات في تصميم المنتج وضعف التنسيق بين الهيئات الفنية والهيئات الشرعية؛
- عدم القدرة على تصميم المنتج تقنيا أو ارتفاع تكلفته التقنية؛
- نقص الكفاءات الشرعية في استيعاب الموارد التقنية لتصميم المنتج، وكذا في مساندة عملية التطوير إداريا وفنيا.

5. إطلاق المنتج: كآخر مرحلة في عملية التطوير وبعد استكمال بناء المنتج من جميع النواحي لم يتبقى سوى إتاحتها لجمهور المتعاملين، مع ضرورة التركيز على بعض الجوانب التي يمكن أن تعيق هذه الخطوة والتي يمكن أن تكون:

- ضعف المهارات التسويقية والتدريب الكافي للموظفين لطرح المنتجات الجديدة واختبار النموذج الأولي للمنتج؛
- غلبة الهدف التسويقي على المعايير والضوابط الشرعية في ظل نقص خبرة المتعاملين بالجوانب الشرعية والفنية؛
- ضعف الرقابة الشرعية الداخلية والخارجية على تطبيق المنتج وقصور سلطتها في متابعة تنفيذه.

الفرع الثالث: تحديات ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية

لتطوير منتجات مالية إسلامية يستدعي على المؤسسات المالي الإسلامية وضع استراتيجيات واضحة تربط بين الأهداف النظرية والتطبيق العملي، لأنه في حالة ما اتبعت المؤسسات المالية نفس منهج المؤسسات التقليدية فإنها لن تصل إلى أبعد ما وصلت إليه هذه الأخيرة، وستكون الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاثة مشاهد محتملة في المستقبل وهي:¹

1. المشهد الأول: يتمثل في الاستراتيجية التي يجب على الصناعة المالية الإسلامية تبنيها لتحقيق استدامتها، وذلك من خلال استغلال المخزون الاستراتيجي من القواعد الفقهية وضوابط المعاملات المالية الإسلامية المستنبطة من القرآن الكريم والسيرة النبوية الشريفة ما يعنى صلاحها لكل زمان ومكان، الأمر الذي يضمن استمراريتها وإسهامها في تلبية احتياجات المجتمع الحالية والمستقبلية.

2. المشهد الثاني: يتمثل في صعوبة التفرقة بين المنتجات المالية الإسلامية وبعض المنتجات المالية التقليدية نتيجة المقاربات الكبيرة بينها، الأمر الذي يؤدي إلى احجام بعض المتعاملين عن التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية لأسباب شرعية وإقبال البعض الآخر على المنتجات المالية التقليدية نظرا لكفاءتها الاقتصادية وتلبية متطلباتهم التمويلية والاستثمارية.

3. المشهد الثالث: يتمثل في اندثار المنتجات المالية الإسلامية نتيجة ضعف تأصيلها الشرعي والمنافسة الكبيرة مع المنتجات التقليدية المهيكلة بحلة شرعية، وهذا ما يستوجب ضرورة تأصيل المنتجات من الناحية الشرعية وتطويرها من الناحية العملية لتحقيق أهداف المتعاملين من ثم تحقيق أهداف الاقتصاد ككل.

¹ صالح صالحى وعبد الحليم غري، "كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 20، 21 أكتوبر 2009، ص: 21، 22.

المبحث الثاني: المنتجات المالية الإسلامية وأسس بنائها

تعتبر المنتجات المالية حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين في المعاملات المالية الإسلامية، وتتمثل في الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية الإسلامية لعملائها في شكل عين أو منفعة، والتي تقوم على الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية ومعايير الكفاءة الاقتصادية لترشيد الاستثمار في المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة، وتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الكليات الخمس من ثم تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛ وتستند المنتجات المالية الإسلامية في بنائها على عدة معايير ومتطلبات حيث تنطلق من الموافقة الشرعية إلى المواءمة القانونية لتشمل التسويق ومتابعة العميل وتطور احتياجاته، وتعتمد في ذلك على الربط بين التمويل واستخداماته وفق صيغ وأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية؛ وتنوع المنتجات المالية الإسلامية الناتجة عن العقود الشرعية وآليات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين منتجات أصيلة، وأخرى مركبة، ليجتمع بعضها في محفظة استثمارية من ثم صندوق استثماري بطريقة تمكن المؤسسات المالية والمستثمرين من حصول على عوائد مجزية بكفاءة عالية وأقل مخاطرة. وسيتم التطرق لمجمل هذه النقاط من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم المنتجات المالية الإسلامية
المطلب الثاني: معايير بناء وتقويم المنتجات المالية الإسلامية
المطلب الثالث: البدائل الشرعية للمنتجات المالية التقليدية

المطلب الأول: مفهوم المنتجات المالية الإسلامية

الفرع الأول: تعريف المنتجات المالية الإسلامية

يمكن تعريف المنتجات المالية الإسلامية بأنها: الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية الإسلامية لعملائها في شكل عين أو منفعة، وهي تختلف عن نظيرتها التقليدية من حيث تركيبة المنتج واحتساب الربحية والأسس القائمة عليها، حيث تنطلق من الموافقة الشرعية إلى المواءمة القانونية لتشمل التسويق ومتابعة العميل وتطور احتياجاته بكل ما تتضمنه هذه المراحل من تقنيات وآليات؛¹

وتعرف أيضا على أنها: أوراق مالية أو صكوك مصممة وفق أسس إسلامية تصدرها الشركات، المؤسسات المالية وكذا الحكومات لتوفير التمويل اللازم من خلال تداولها في السوق المالي.²

حيث تجمع المنتجات المالية الإسلامية بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، إذ من المفترض أن لا تقل كفاءة ولا جدوى عن المنتجات المالية التقليدية حيث تعتمد على الربط المباشر بين التمويل وبين استخداماته، فالتمويل وسيلة للحصول على النقد ومن ثم استبداله بالسلع والخدمات وفق صيغ التمويل والاستثمار الإسلامي، أما إذا طلب النقد لذاته فسيؤدي إلى تفاقم المديونية على حساب الناتج الحقيقي؛

وتعتبر المنتجات المالية الإسلامية وليدة ظاهرة تدعى بالهندسة المالية الإسلامية، حيث أصبحت الأسواق المالية اليوم تعج بالمنتجات المالية لدرجة أن الاصدارات أصبحت مرنة حسب شرائح المكتسبين، وذلك لجذب جزء ولو يسير من المدخرات وتوظيفها بفعالية؛³

ومنه يمكن القول أن المقصود بالمنتج المالي الإسلامي المتداول في السوق المالي: تلك الورقة المالية التي تخضع في تركيبها وطريقة التعامل بها لقواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية، فضلا عن متطلبات الكفاءة الاقتصادية ومواكبة احتياجات العملاء من خلال ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية، وذلك بهدف جذب الإدخارات وتنميتها وتحقيق الأهداف الاقتصادية كالأستقرار والنمو، والأهداف والمقاصد الشرعية وعلى رأسها حفظ المال من جانب الوجود ومن جانب العدم.

¹ عبد الحليم غربي، "الصناعة المصرفية الإسلامية- ماضيها وحاضرها ومستقبلها"، مرجع سابق، ص: 77.

² هند مهدي وفاطمة صباح ورفيقة صباغ، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية-دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والعربية-"، بحث مقدم في: مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 12، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، عين تيموشنت، 2011، ص: 552.

³ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الاموال -الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، مرجع سابق، ص: 244.

الفرع الثاني: خصائص المنتجات المالية الإسلامية

تتميز المنتجات المالية الإسلامية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من المنتجات المالية التقليدية، وهي:

1. المصدقية الشرعية: تعني أن تكون منتجات الهندسة المالية موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، أي الخروج من

الخلاف الفقهي قدر الإمكان إذ ليس الهدف من الهندسة المالية الإسلامية هو ترجيح رأي فقهي على آخر،

وعليه يجب التفريق بين دائرة ما هو جائز شرعا وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية، بمعنى تحقيق المنتج

النموذجي انطلاقا من مشروعيته.¹

ومنه فإن أسس السلامة الشرعية تتمثل في:²

- الأخذ بالقول الراجح وقرارات المجامع الفقهية؛

- تحقيق القيم الأخلاقية الإسلامية؛

- الابتعاد عن العقود الصورية؛

- مراجعة المنتجات المباحة على أساس العرف والمصلحة؛

- إيقاف العمل بالمنتجات المثيرة للجدل.

2. الكفاءة الاقتصادية: يقصد بالكفاءة الاقتصادية تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف

الاجرائية أو التعاقدية، وهذا يستلزم أن يكون المنتج المالي سهل التنفيذ، بعيد عن التعقيد، محققا لحاجات

المتعاملين بأقل قدر من التكاليف؛³

حيث يستوجب في منتجات الهندسة المالية الإسلامية أن تتصف إضافة إلى المصدقية الشرعية بالكفاءة

الاقتصادية، وذلك من خلال توسيع الفرص الاستثمارية في المشاركة في المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات

وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوسطاء والسماسة، مع الإشارة إلى التداخل بين الخاصيتين فالبحث

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية-مدخل الهندسة المالية-"، بحث مقدم في: مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 09، المملكة العربية السعودية، 2012، ص: 17.

² يونس صوالحي، "المنتجات المالية الإسلامية بين المحاكاة والابتكار"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6، ماي 2014، ص: 14.

³ بنو جعفر عائشة، "الهندسة المالية الإسلامية كأداة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد الخامس، العدد 03، ص: 114.

عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى إيجاد حلول أكثر مصداقية، بالإضافة إلى اتسامها بالمرونة والكفاءة والوضوح في استخدام وتداول الأدوات المالية الإسلامية وتطويرها وتكييفها حسب الاحتياجات المالية.¹

3. الكفاءة الاجتماعية: وذلك من خلال تلبية احتياجات المجتمع الخيري حيث تنطوي المنتجات المالية الإسلامية على البعد الأخلاقي والتنموي للنشاطات التي تُمولها، وذلك من خلال مراعاة منفعة الفرد والمجتمع في الاستثمار والحاجات الخاصة والمجتمعية في التمويل، فضلا عن دور الزكاة والوقف في توفير التمويل الخيري والتوزيع العادل للثروة.²

الفرع الثالث: مقومات المنتجات المالية الإسلامية

من خلال التعريف السابقة يفترض في المنتجات المالية الإسلامية أن تقوم على:³

- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية، لأنها القيم التي تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات أو التدليس أو المقامرة؛
- تحريم أي عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغبن، وفلسفة الإسلام في ذلك اعتبارها شروط أساسية للمنافسة الكفاءة الشريفة؛
- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي وهذا ما تحتويه صيغ التمويل الإسلامية القائمة على أساس قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وقاعدتي "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان"؛
- تجنب مختلف المعاملات الربوية، واستبدالها بمعاملات حلال؛
- التأكد من مشروعية المنظومة التعاقدية لمنتجات التمويل الإسلامي؛
- التأصيل ومراعاة مقاصد العقد ومقتضياته منعا من التحول إلى الشكلية؛
- التزام ضوابط العقود وقواعد الجمع والتركيب بينها؛

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية- مدخل الهندسة المالية-"، مرجع سابق.

² بالاعتماد على:

- يونس صوالحي، مرجع سابق، ص: 15.

- رائد نصري أبو مؤنس، "قواعد هندسة المنتجات المالية الإسلامية- دراسة تحليلية-"، بحث مقدم في: مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون، المجلد الثالث والأربعون، العدد 01، 2016، ص: 81-95.

³ بالاعتماد على:

- حمدي عبد العظيم، "التعامل في أسواق العملات الدولية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص: 46، 47.

- سامي بن إبراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الإسلامي"، مرجع سابق، ص: 110.

- ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الكليات الخمس: الدين، العقل، النفس، العرض والمال، وهذا ما يساهم في تحقيق تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

المطلب الثاني: معايير بناء وتقييم المنتجات المالية الإسلامية

يُعتمد في تقييم المنتجات المالية الإسلامية عدة معايير تعكس مدى سلامة المنتجات المالية الإسلامية، وذلك من خلال البدء بالمقصد من المنتج، هيكله وأخيرا مآله بمعنى ضمان سلامة البناء وصحة التطبيق وذلك وفق الخطوات التالية:¹

الفرع الأول: مستوى الباعث أو المقصد من المنتج

- معيار مراعاة المقاصد: حيث يجب أن لا تقتصر عملية الابتكار والتطوير على هيكل وبناء العقد من أجل التوصل إلى صحة المنتج وجوازه شرعيا، بل ينبغي أن يشتمل بشكل ضمني أو صريح على مقصد الجواز بتحقيق المنتج لمقاصد الشريعة الإسلامية التي تتمثل في جلب المصالح ودرء المفاسد وحفظ الكليات الخمس: الدين والنفس والعقل والنسل والمال حسب سلم الأولويات.
- معيار مراعاة الأولويات الترتيبية والمصالح الحقيقية: تعكس المصالح الحقيقية دائرة الأولويات المجتمعية الاقتصادية ابتداء من الضروريات فالحاجيات ثم التحسينيات حسب ما تقتضيه متطلبات المجتمع ومقاصد الشريعة الإسلامية.
- معيار السلامة من الخيل: يقصد بذلك خلو هيكل المنتج ومضمونه من أي حيلة تهدف إلى تلبية الاحتياجات التمويلية بأقصر الطرق، كبيع العينة، بيع الوفاء، بيع الاستغلال وبيع وسلف.
- معيار ارتباط التمويل بالحركة التجارية الحقيقية: بمعنى أن يكون الهدف من أي معاملة هو التداول الحقيقي للسلع والخدمات ومن ثم المنافع التي تنتج عنها وصولا إلى استحقاق العائد وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.
- معيار الوضوح والشفافية وضمان حسم المنازعات: يعتبر الأصل في الأموال الوضوح مقصدا شرعيا يحول دون أعمال الخيل الربوية في المعاملات المالية الهادفة إلى استقطاب شريحة العملاء الراغبين في التعامل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية ومن ثم التأثير على حقوق المتعاملين، لذا يستوجب توفر الوضوح من حيث بناء المنتج وطريقة التعامل به.

¹ بالاعتماد على:

- صالح صالح وعبد الحليم غري، "كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5، 6 ماي 2009، ص: 9-5.
- عبد الباري مشعل، "الصكوك الإسلامية- رؤية مقاصدية-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 8-15.
- عز الدين خوجة، "تطوير المنتجات المالية الإسلامية- المنهجية والآلية-"، بحث مقدم في: ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، يومي 6-7 أبريل 2011، ص: 14، 15.

الفرع الثاني: مستوى بنية وهيكل المنتج

- معيار الانسجام بين هوية المنتج ومصداقية القصد: وذلك من خلال تغطية جميع مراحل التنفيذ وتتبع التفاصيل العملية التي تؤثر على شرعية المنتج في كل مرحلة ونفي الصورية عنها، بالإضافة إلى شرح النظم والجراءات الكفيلة بضمان سلامة تطبيق المنتج من الناحية الشرعية.
- معيار اجتناب الربا: يعتبر هذا المعيار جوهر معايير بناء المنتجات المالية الإسلامية والفاصل بين المنتجات التقليدية والإسلامية، ولا يكفي عدم التعامل بالربا لتحقيق سلامة المنتج وإنما تجنب كل المعاملات والعقود التي تؤدي هيكلتها إلى نفس آلية التنفيذ والنتائج الربوية من حيث تراكم الديون وتضاعفها وضمان العوائد وفصلها عن نتيجة التمويل.
- معيار "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان": "الغنم بالغرم" تعني أن المالك يختص بالغنم لا يشاركه فيه أحد كذلك يتحمل الغرم ولا يتحمله معه أحد أي من كان له غنم الشيء فعليه غرمه، أما قاعدة "الخراج بالضمان" فتعني أن من ضمن مالا فله ربحه، وكذلك أن من ينال نفع الشيء يجب أن يتحمل ضرره.
- معيار منع الغرر والجهالة: إن خلو المعاملة من الغرر والجهالة في أركان العقد وشروطه ينفي النزاع عند تنفيذ العقد ويسد كل المداخل التي تؤدي إلى ذلك.
- معيار الشروط الموضوعية لضمان سلامة التنفيذ: إن سلامة التنفيذ العملي تتطلب وجود فتوى بإجازة المنتج بعد التأكد من شرعيته من حيث التصميم، التسويق، آلية التنفيذ والمستندات والنماذج المستخدمة في ذلك كله، مع اتفاق النتائج النهائية للتطبيق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- معيار حوكمة التدقيق الشرعي: رغم سلامة تنفيذ المنتج توجد هناك بعض جوانب الحوكمة التي تؤثر على تأهيل المنتج للالتزام الشرعي، والمتمثلة في غياب أو ضعف التدقيق الشرعي الداخلي والخارجي مع عدم استقلالية المدقق الشرعي.

الفرع الثالث: مستوى النتائج أو المآلات

يقول العلامة أبو اسحاق الشاطبي رحمه الله: "النظر في مآلات الأفعال معتبر مقصود شرعا كانت الأفعال موافقة أو مخالفة، ذلك أن المجتهد لا يحكم على فعل من الأفعال الصادرة عن المكلفين بالإقدام أو الإحجام إلا بعد نظره إلى ما يؤول إليه ذلك الفعل مشروعاً لمصلحة تُستجلب أو لمفسدة تُدرأ....."، وهو مجال للمجتهد صعب المورد.... جار على مقاصد الشريعة الإسلامية"¹، وتندرج ضمن هذه المقاصد معايير اجتهادية لبعض الفقهاء تتمثل في:

- معيار الأصالة والابتكار: تتمثل أبرز ملامح الأصالة والابتكار في:

- صياغة المنتج حسب نوع الاحتياج التمويلي، حيث إذا كان الاحتياج هو تملك سلعة معينة فالمنتج المباشر هو عقد البيع، وإذا كان الهدف هو تملك المنفعة فالصيغة الملائمة هي الإجارة، أما إذا كانت الحاجة هي استثمار الأموال والحصول على أرباح فالمنتج المناسب هو المشاركة، فالأصالة تعني ربط نوع الاحتياج بنوع الصيغة، أما الابتكار فيقصد به سهولة الاجراءات وتميز الشروط دون الاخلال بالحقوق والالتزامات؛
- تحقيق الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية؛
- البعد عن التركيب والتعقيد والذي يؤدي إلى زيادة التكاليف من جهة ويعتبر مدخلا من مداخل الحيل الممنوعة شرعا.

- معيار التميز والاستقلالية: يتميز المنتج المالي الاسلامي عن المنتج المالي التقليدي في تركيبته لذا يجب أن يكون مستقلا في آلية تنفيذه كاستقلالية التسعير مثلا، وذلك لإزالة الربط الذهني لدى جمهور العملاء بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي من ثم إعطاء الصورة الحقيقية والواضحة عن المنتجات المالية الإسلامية من حيث الشكل والمحتوى.

- معيار الأثر التمويلي: يعتبر أساس التمويل في الاقتصاد الربوي هو القرض بفائدة أيا كان الهدف من ورائه، بينما في التمويل الإسلامي يعتبر مقيدا دائما بالاقتصاد الحقيقي وبذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تعتبر محدودة من ثم ضمان التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي.

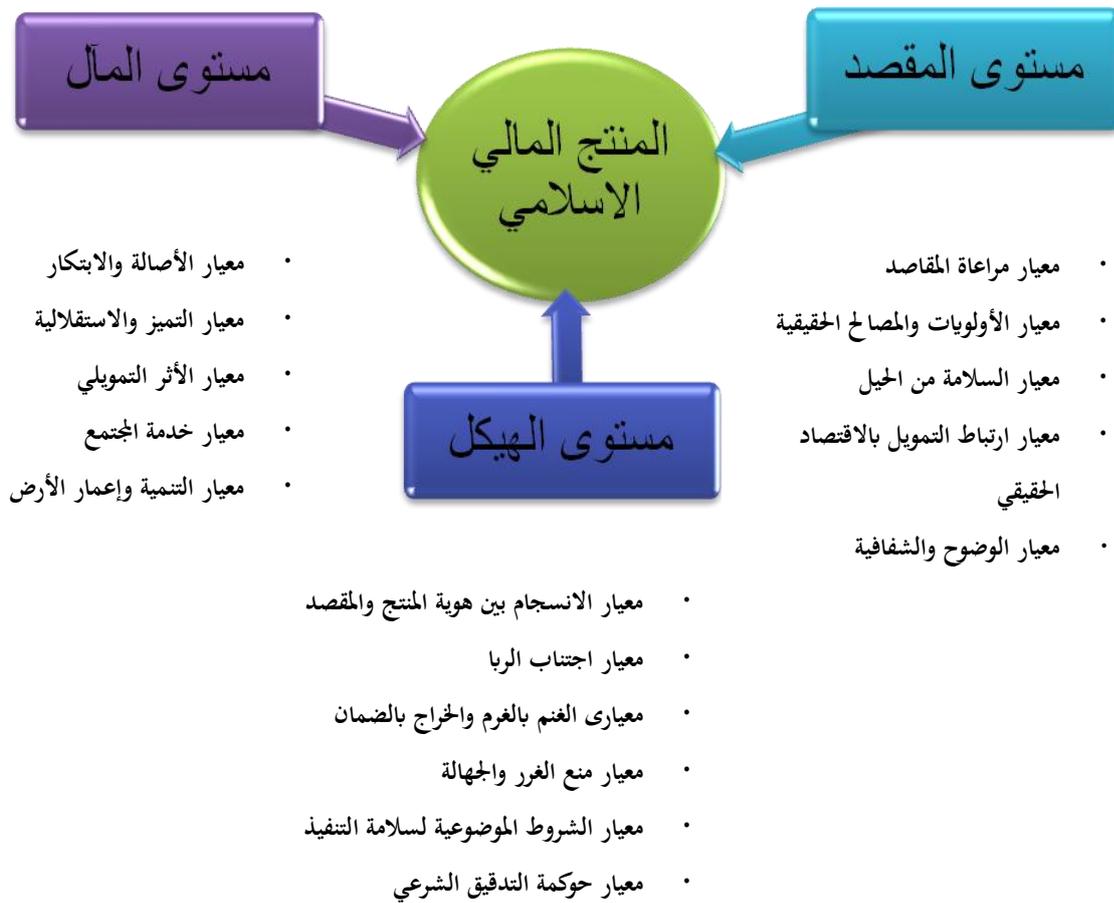
- معيار إعمار الأرض والتنمية: إن مفهوم عمارة الأرض يشمل تحقيق تحقيق مصالح العباد والبلاد ويحفظ قوتها اقتصاديا واجتماعيا وعلميا.... الخ، بما يسهم في تحقيق أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي وذلك من خلال:

- تحقيق الرواج الاقتصادي وتداول الثروة ومنع الاحتكار؛

¹ محمود سحنون وحنان العمراوي، "اتجاهات تطوير المنتجات المالية على ضوء مقاصد الشريعة الإسلامية- دراسة للعقود الصورية-"، بحث مقدم في مجلة الإحياء، العدد 17، 2014، ص: 160.

- خلق قيمة اقتصادية مضافة والتقليل من عجز ميزان المدفوعات؛
 - التشغيل وتشجيع الكفاءة في استخدام الموارد وتحسين توزيع الدخل؛
 - مكافحة التضخم وتحقيق الأمن الاقتصادي والاستقلال الاقتصادي للأمة.
- وسيتم اختصار معايير بناء وتقييم المنتجات المالية الإسلامية ومراحل تطويرها من خلال الشكلين المواليين:

شكل رقم (03): معايير بناء وتقييم المنتج المالي الاسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- صالح صالحى وعبد الحليم غري، " كفاءة التمويل الاسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي 5، 6 ماي 2009.
- عبد البارى مشعل، " الصكوك الإسلامية- رؤية مقاصدية-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010.

المطلب الثالث: البدائل الشرعية للمنتجات المالية التقليدية

الفرع الأول: النظرة الإسلامية للمشتقات المالية التقليدية

بالنظر إلى مفهوم المشتقات المالية وأنواعها وآلية عملها وذلك من وجهة نظر إسلامية يتبين لنا جليا أسباب تحريم إصدارها والتعامل بها، حيث تعدّ هذه المحاذير في نفس الوقت المنطلق الأساسي لإيجاد منتجات مالية إسلامية تخلو مما اشتملت عليه المشتقات المالية التقليدية،¹ والمتمثلة في:²

- لا يتم تنفيذ أغلب العقود المشتقة لأن المقصد منها ليس تسليم ولا تسلم الأصل محل التعاقد، ولا يقتضي أن يكون البائع مالكا للأصل ولا المشتري مالكا للثمن وقت التعاقد وهذا من باب "بيع ما لا يملك"، ما يؤدي إلى فصل المخاطر عن الملكية وتحويلها إلى سلعة مستقلة تتداول بهدف الربح، ويجعل إدارة المخاطر تسير في اتجاه مُغاير لمسار توليد الثروة؛
- المشتقات المالية لا تنطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية، وإنما هي عقود آجلة من حيث الثمن والمثمن تشتق قيمتها من أصول أخرى محل التعاقد، وتشتمل على العديد من المحاذير الشرعية مثل الربا، الغرر....؛
- رغم أن المشتقات المالية تستخدم لإدارة المخاطر والتحوط منها إلا أنها تتضمن قدرا كبيرا من المخاطرة، لأن أحد المتعاقدين بائع للمخاطرة والآخر مشتري لها مقابل ثمن أو مكافأة المخاطرة؛

الفرع الثاني: الاسهم العادية والمنتجات المالية المستحدثة

1. **الأسهم العادية:** أجازت المجامع الفقهية التعامل بالأسهم إصدارا وتداولاً، بيعاً وشراءً وتملكاً، وفق ضوابط شرعية مع استثناء الأسهم الممتازة بنص قرار مجمع الفقه الإسلامي في جدة على أنه: "لا يجوز إصدار أسهم ممتازة، لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية، أو عند توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بالأمر الإجراءية أو الإدارية".³

وتتنوع أسهم شركات المساهمة حسب نشاط الشركة إلى:⁴

- **أسهم التأجير التمويلي:** تصدرها شركات التأجير التمويلي التي تقوم بشراء الأصول وتأجيرها بعقد طويل؛

¹ حازم بدر الخطيب، مرجع سابق، ص: 174، 175.

² أشرف مجد دوابه، "المشتقات المالية في المنظور الإسلامي"، بحث مقدم في: مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، ماليزيا، المجلد الأول، العدد 02، 2011، ص: 60-70.

³ مجد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص: 169.

⁴ أشرف مجد دوابه، "السوق المالية الإسلامية الموحدة- تحديات ومقومات-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي: الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، يومي 8، 9 نوفمبر 2019، اسطنبول، تركيا، ص: 27، 28.

- **أسهم BOT:** تصدرها شركات bot حيث تتولى إنشاء مرافق عامة وإدارتها والاستفادة من عوائدها طول فترة الامتياز إلى حين انتقال ملكية المرفق إلى الدولة في نهاية المدة؛
- **أسهم رأس المال المخاطر:** تصدرها شركات راس المال المخاطر التي تستثمر أموالها في المشاريع الصغيرة والمتوسطة وكذا المشاريع المتعثرة التي تمت هيكلتها وإعادة بيعها؛
- **أسهم التمويل العقاري:** تصدرها شركات التمويل العقاري بغرض تمويل بناء العقارات أو شرائها.

2. المنتجات المالية المستحدثة: هي عقود مالية تغير موجب الحكم عليها نتيجة لما طرأ عليها من تغير، تنظم

أنواعاً من العلاقات المستجدة بين الناس لم تكن معهودة في القديم ولا أصل لها تقاس عليه، وتتنوع بين:¹

- **عقود مجتمعة:** يقصد بها تلك الاتفاقيات التي تولد حقوقاً والتزامات مستمدة من أكثر من علاقة تعاقدية مسماة، إلا أنها لا تحتفظ باستقلالها التعاقدية ولا تمزج مع بعضها البعض، من أمثلتها: اجتماع البيع والإجارة والوكالة....؛

وتعرف أيضاً أنها: "تراضي الطرفين على إبرام اتفاقية تشمل على عقدين أو أكثر - على سبيل الجمع أو التقابل - بحيث تعتبر سائر موجبات تلك العقود المجتمعة أو المتقابلة وجميع الحقوق والتزامات المترتبة عليها جملة واحدة، بمثابة آثار العقد الواحد".²

والأصل عند المالكية ثابت في مسألة الجمع بين العقود وهو: أن كل عقدين يتضادان وصفاً ويتناقضان حكماً، فإنه لا يجوز اجتماعهما ومالا تضاد فيه يجوز جمعه.

¹ بالاعتماد على:

- جمال لعامرة، "المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6، 6 ماي 2014، ص: 08-11.

- دربال عبد القادر ومهدي ميلود، "المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصادقية الشرعية - الإجارة المنتهية بالتمليك نموذجاً"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 02.

- علي محي الدين القره داغي، "واقع ومستقبل أسواق المال الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي: الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، يومي: 8، 9 نوفمبر 2019، اسطنبول، تركيا، ص: 5، 6.

² لمياء محمد متولي، "العقود المركبة كما تناولها الفقهاء قديماً وأبرز تطبيقاتها حديثاً (المشاركة المتناقصة)"، بحث مقدم في: مجلة الشريعة والقانون، المجلد الثالث، العدد 28، 2013، ص: 179.

- عقود مركبة: هي مجموعة من العقود المالية المتعددة التي يترتب عليها حقوق وواجبات جملة واحدة لا تقبل التفريق ولا التجزئة والانفصال، حيث تعد الحقوق والآثار الناتجة عنها بمثابة آثار العقد الواحد سواء كان التركيب بصيغة الجمع أو التقابل؛

وهي أيضا: اجتماع مجموعة من العقود المسماة في صفقة واحدة في شكل منظومة عقدية متتابعة الأجزاء، متعاقبة المراحل ووفق نظام يحميها كعامل واحد، لا تقبل التفكيك والانفصال، تهدف إلى تحقيق غرض تمويلي محدد أتجهت إرادة العاقدين وقصدهما إلى تحقيقه، من أمثلتها: الاجارة المنتهية بالتملك، المراجعة للأمر بالشراء، المشاركة المتناقصة، الاعتمادات المستندية...، وتحكم العقود المالية المركبة مجموعة من الضوابط الشرعية لتحقيق المقصد منها وهي:

- أن لا يكون التركيب بين العقود محل نهي بنص شرعي، كالنهي عن بيع وسلف، بيعتين في بيعة، وصفقتين في صفقة، وكذا اجتماع القرض والبيع؛
- أن لا يتم التركيب بين عقود متناقضة أو متضادة في الأحكام والشروط؛
- أن لا يكون التركيب بين العقدين وسيلة إلى محرم، أو حيلة ربوية، فكل ما أدى إلى حرام فهو حرام.

الفرع الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية

1. تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية: تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق (المضارب) والمكتتبين فيه (أرباب المال)، وذلك من خلال دفع مبالغ نقدية لإدارة الصندوق مقابل إصدار صكوك تمثل حصة شائعة في رأس المال المراد استثماره في مشاريع حقيقية ومختلفة بطريقة مباشرة، أو بطريقة غير مباشرة من خلال شراء وبيع الأصول والأوراق المالية الإسلامية وتوزيع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملزمة للطرفين؛¹

وهي أيضا أوعية مالية تهدف إلى تجميع أموال المدخرين بغرض استثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وصولا إلى الربح الحلال، ويسلم المكتتبون في هذه الصناديق وثائق تسمى بوحداث الاستثمار تثبت نسبة مشاركتهم وتحدد حصصهم في هذه الصناديق، ويشتمل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها وفق ضوابط الاستثمار الإسلامي والدخول في عمليات استثمار مباشرة في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي.²

¹ شرياق رفيق، "توسيع المشاركة الشعبية في تنشيط سوق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014، ص: 06.

² خنوسة عديلة وزيدان محمد، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، بحث مقدم في: المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 17، جانفي 2017، ص: 81.

2. أسس إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية: تقوم فكرة إنشاء الصناديق الاستثمارية على أساس:¹

- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع محدد للتأكد من جدوى المشروع في ذلك المجال؛
- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري وتحديد الغرض منه، وإعداد نشرة الاكتتاب أو لائحة العمل في الصندوق بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب وحقوق والتزامات مختلف الأطراف؛
- تقسيم رأسمال الصندوق إلى حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية تمثل ملكية حصة من رأسمال الصندوق؛
- بعد تلقي أموال المكتتبين من طرف الجهة المصدرة للصندوق تقوم باستثمارها مجمعة في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، وكذا توزيع الأرباح بالكمية والكيفية المتفق عليها بالإضافة إلى تولى عملية تصفية الصندوق في الوقت المحدد.

3. التكيف الفقهي لصناديق الاستثمار: تكيف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها شركة مضاربة بين

الجهة المصدرة للصناديق التي تقوم بدور المضارب، حيث تتولى استقبال حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأسمال المضاربة كما تقوم باستثمار المال حسب الشروط المنصوص عليها، بينما يمثل المكتتبون في رأسمال الصندوق (رب المال) الذي تعينه الجهة المصدرة وفقاً لأحكام عقد المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب، وتوزع الأرباح المحققة على المشتركين، وإن وقعت الخسارة فهي تقع عليهم باعتبارهم أصحاب المال ما لم تقصر إدارة الصندوق.²

وتندرج هذه الصيغة تحت إطار عقد المضاربة المقيدة (حسب نشرة الإصدار) وكذا صيغة المضاربة التي يتعدد فيها أرباب المال والإدارة والعمل من جهة واحدة.

¹ عز الدين مجد خوجة، مراجعة عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجموعة دلة البركة - إدارة البحث والتطوير -، البحرين، الطبعة الأولى، 1993، ص: 13، 14.

² بالاعتماد على:

- عدلي علي حماد، مرجع سابق، ص: 24-26.

- عز الدين مجد خوجة، مرجع سابق، ص: 16، 17.

المبحث الثالث: الصكوك المالية الإسلامية وأنواعها

تعتبر الصكوك المالية الإسلامية أحد مخرجات الهندسة المالية والابتكار المالي الإسلامي، يتم الاعتماد عليها لتوفير التمويلات اللازمة وتوسيع الأنشطة القائمة، وإعطاء فرصة للمستثمرين الراغبين في توظيف مدخراتهم والحصول على عوائد مجزية دورية أو رأسمالية تختلف باختلاف نوع الصك المستخدم، وكذا الاستفادة من كفاءة وخبرة المسيرين والمدراء الراغبين في توظيف خبراتهم وتجاربهم في الاستثمار والتمويل الإسلامي؛ حيث تستند الصكوك المالية الإسلامية في نشأتها إلى صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية التي تمثلها، حيث تنقسم بدورها إلى صكوك التمويل التي تستخدم حصيلتها في تمويل شراء سلعة أو منفعة، حالية أو مستقبلية، وكذا صكوك الاستثمار التي تهدف إلى إقامة مشاريع مختلفة من الحصيلة النقدية لهذه الصكوك. وسيم من خلال هذا المبحث التطرق لهذا النوع من المنتجات المالية الإسلامية بالتفصيل وفق المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية

المطلب الثاني: صكوك الاستثمار

المطلب الثالث: صكوك التمويل

المطلب الأول: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية وخصائصها

1. تعريف الصكوك* الإسلامية: هي شهادات مالية تثبت ملكية أصل قائم أو منفعة متاحة في تاريخ لاحق ومن ثم

الحق في العائد الذي يدره هذا الأصل أو الحق في الانتفاع به؛¹

كما عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان، منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب فيها واستخدامها فيما اصدرت من أجله"²

وتعرف أيضاً بأنها: وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، تصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه، ويتم التعامل بها عبر المراحل التالية:³

- **تحصيل قيمة الصك:** لأن الهدف من إصدار الصك هو تحصيل المال اللازم للنشاط الذي أصدر من أجله؛
- **قفل باب الاكتتاب:** بعد استكمال قيمة المشروع أو النشاط بمعنى بيع جميع الصكوك المصدر، يتم قفل الاكتتاب للتمكن من استخدام الصكوك في الغرض الذي أنشأت من أجله؛

- **استخدام الصكوك:** يعتمد ذلك على طبيعة الصيغة المعتمدة وبالتالي نوع الصك المصدر حيث يمكن تداول الصكوك في السوق الثانوي إذا ما كانت حقوق ملكية أما إذا كانت صكوك دين فلا يمكن تداولها لأن ذلك من قبيل بيع الدين المحظور شرعاً.

- **الحقوق محل الصكوك:** لإصدار الصكوك يجب الاستناد إلى حقوق ينطبق عليها تعريف المال في ظل أحكام الشريعة والقانون وهو كل ما يقع عليه الملك من أصول أو منافع وبالتالي إمكانية التصرف فيه واستعماله واستغلاله.⁴

* يستخدم مصطلح الصكوك تمييزاً لها عن السندات للدلالة على الأوراق المالية الخاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية من حيث الإنشاء، الإصدار والتداول، الإطفاء ونقل الملكية....

¹ عمار عودة، "إخفاق بعض إصدارات الصكوك- الأسباب والآثار"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 3.

² المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مكتبة الملك فهد الوطنية، البحرين، نوفمبر 2017، ص: 467.

³ حمزة بن حسين الفهر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 3.

⁴ محمد علي القري، "أنواع الحقوق التي يمكن أن تكون محلاً لإصدار الصكوك"، بحث مقدم في: المؤتمر الثالث عشر للهيئات الشرعية هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 05.

2. خصائص الصكوك الإسلامية: تمتاز الصكوك المالية الإسلامية ب: ¹

- أنها صكوك تصدر باسم مالكيها أو لحاملها، متساوية القيمة، لإثبات حقوق والتزامات مالكيها؛
- أنها تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار، أعيان و/أو منافع و/أو خدمات، بالإضافة إلى الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا يجب أن تكون ديناً في ذمة مصدرها لحاملها؛
- تصدر الصكوك المالية بموجب عقد شرعي، وضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها؛
- أن تداولها يخضع لشروط تداول ما تمثله من أصول وحقوق بقيمتها السوقية ولا يجوز إصدار وعد بالشراء بالقيمة الاسمية؛
- يشترك مالكو الصكوك المالية الإسلامية في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار وفي غرمها حسب حصّتهم فيها؛
- لحامل الصك الحق في التصرف في الأصل أو موجودات الشركة حسب ما يقره القانون ومسؤوليته فيها حسب قيمة صكوكه؛
- أن يتم إثبات ملكية الأصل المولد للدخل بكافة إجراءات ووثائق الإثبات المتفق عليها وفق العرف والقانون خاصة في حالة الاقتضاء؛

¹ بالاعتماد على:

- المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 471.
- نوال بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية: البحرين"، بحث مقدم في: مجلة الباحث، العدد 09، 2011، ص: 255.
- مجّد علي القرني، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، ص: 05.

الفرع الثاني: متطلبات الصكوك المالية الإسلامية

يستوجب في الصكوك الإسلامية توفر الشروط التالية:¹

- أن تعبر الصكوك عن مقاصد التشريع من حيث تعزيز التنمية ودعم النشاط الاقتصادي؛
- يجب أن تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي تتوفر فيه:
 - أركان وشروط هذا العقد؛
 - أن تترتب عليه الأحكام والآثار الشرعية لهذا العقد؛
 - أن يقصد به في التطبيق العملي ما قصده الشارع من شرعه؛
 - أن لا يشترط فيه ما يناهض مقتضاه أو يناقض قصد الشارع من شرعه.
- أن تخلو الصكوك من الحيل الشرعية التي تُفقد جوهرها ومضمونها؛
- لا يجوز إصدار الصكوك أو تداولها إذا كانت حصيلة إصدارها تستخدم في نشاط محرم أو بعض موجوداتها محرمة؛
- يجب أن لا يؤول إصدار الصكوك أو تداولها أو استردادها إلى تبادل نقد عاجل بنقد آجل أكثر منه مقابل الأجل، ما يؤدي إلى انتقال الملكية صوريا وليس واقعا وقانونيا؛
- أن تكون الصكوك الإسلامية مستقلة بذاتها بعيدة عن تلبسها ثوب السندات أو أي أداة تمويل محظورة شرعا؛
- أن يبنى القانون على بناية هيكل الصكوك من حيث الترتيب والتنظيم والشمول؛
- أن تشمل القوانين وتوابعها من أنظمة وتعليمات على الضوابط الشرعية الحاكمة للصكوك الإسلامية.

¹ باسل يوسف الشاعر، "التشريعات الناطمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني- قانون رقم 2012/30 آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في: مجلة الدراسات المالية والمصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، المجلد الواحد والعشرون، العدد 01، 2013، ص: 07.

الفرع الثالث: أهمية وأهداف الصكوك المالية الإسلامية

1. أهمية الصكوك: تكمن أهمية التعامل بالصكوك المالية الإسلامية في كونها:¹

- من أفضل الصيغ لتمويل المشاريع الكبيرة التي لا تتحملها جهة واحدة؛
- أنها تقدم قناة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم مع سهولة استردادها عند الحاجة إليها، ذلك من خلال امكانية تداولها في السوق الثانوي؛
- أنها تقدم أسلوباً جيداً لإدارة السيولة بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في حالة الفائض أو العجز؛
- أنها وسيلة للتوزيع العادل الثروة وتمكين المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي للمشروع بنسب عادلة؛
- تساعد على توفير الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق المالي لوضوح آلية التعامل بها وسهولتها؛
- تساهم في إنعاش الاقتصاد وإدارة السيولة من خلال توفير تمويل مستقر وحقيقي؛
- تقديم حلول مبتكرة لمشاكل التمويل وبدائل شرعية للمشاركة في المشاريع التنموية.

2. أهداف الصكوك: يهدف التعامل بالصكوك المالية الإسلامية إلى:²

- المساهمة في تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول يمكن تداولها بسهولة لتوفير السيولة؛
- خفض تكلفة التمويل لانخفاض درجة مخاطر الصكوك لكونها تستند إلى ضمانات عينية؛
- تنشيط سوق رأس المال وتعميقه من خلال تعبئة مصادر متنوعة للتمويل؛
- إمكانية تجميع رؤوس أموال كبيرة من خلال عملية التصكيك لتمويل المشاريع المتنوعة والضخمة؛
- الموازنة بين آجال مصادر الأموال واستخداماتها لتوفير السيولة اللازمة وقت الحاجة؛
- تهدف إلى إدارة السيولة في الاقتصاد كأحد أهم الأدوات التمويلية وتجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات واستثمارها؛
- تنشيط السوق المالي من خلال توفير أدوات مالية تزيد من ثقة المستثمرين في الدخول في مشاريع استثمارية تقوم على موارد حقيقية وليست وهمية.

¹ بالاعتماد على:

- محمد علي التسخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، البحرين، ص: 01، 02.

- محمد تقي العثماني، "الصكوك الإسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، البحرين، ص: 02، 03.

² عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك - نظرة مقاصدية-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقويم - جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 3، 4.

المطلب الثاني: صكوك الاستثمار

عرفها مجلس الخدمات المالية الإسلامية على أنها: "الصكوك التي تتحدد عوائدها على أساس المشاركة في الربح والخسارة في الاستثمار محل العقد، ومن امثلتها صكوك المضاربة وصكوك المشاركة...".¹

الفرع الأول: صكوك المضاربة (المقارضة)

تصدر صكوك المضاربة على أساس عقد المضاربة وتستخدم حصيلة إصدارها لدفع رأسمال المضاربة لاستثماره بنسبة معلومة من الربح، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المضاربة وتشمل الأعيان والمنافع والديون والنقود والحقوق المالية الأخرى، ويستحق حاملو الصكوك حصة شائعة من عائد الاستثمار ويتحملون المخاطر بنسبة ما يملكونه من صكوك، تتحدد شروط هذا العقد في نشرة الاكتتاب والعقود الشرعية الملحقة بها، ولكي تصبح متوائمة مع الشريعة الإسلامية يجب أن تتوفر على الشروط التالية:²

- أن يكون الصك حصة شائعة في المشروع ممثلاً في أصول مالية تجري عليها أحكام المال في البيع والشراء والهبة وغيرها؛
- يجب أن تمثل حصة فعلية في موجودات المشروع الذي أصدرت لتمويله، مستمرة مدى استمرار المشروع؛
- العقد في صكوك المضاربة يسري وفق الشروط التي تحددها نشرة الإصدار من المضارب، حيث يكون الإيجاب بالاكتتاب والقبول بموافقة الجهة المصدرة؛
- تشمل نشرة الإصدار على جميع المعلومات عن الصيغة التي تمثلها كطبيعة رأس المال ونسب توزيع الحسائر والأرباح؛
- يجب أن يكون الصك قابل للتحويل إلى نقد في نهاية المشروع، وقابل للتداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب المحددة؛
- إذا أصبح رأسمال المضاربة ديناً تطبق عليه أحكام التعامل بالديون عند تداول الصكوك؛
- إذا ما كان رأسمال المضاربة مختلطاً بين النقود والمنافع فيجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضي عليه؛
- يتحمل مسؤولية المشروع كل حسب مساهمته وحسب ما تقره شروط الصيغة؛

¹ المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 467.

² بالاعتماد على:

- المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 470.

- شالور وسام، "صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي- تجربة الشركة السعودية العالمية للبتر وكيمائيات-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6، ماي 2014، ص: 16، 17.

- يجب أن لا يتضمن الصك شرطا ينافي قواعد الشريعة الاسلامية لصيغة المضاربة.

الفرع الثاني: صكوك المشاركة في الأرباح

هي بمثابة حصص في رأسمال الشركة قابلة للتداول وتقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، يتم إصدارها لتمويل عمليات الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل، تختلف عن صكوك المضاربة في الفصل بين صاحب المال والمضارب أي المصدر بينما تصب حصص المشاركة في وعاء واحد ليمثل رأسمال المشاركة¹ وهي أيضا عبارة عن وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها لإنشاء مشروع، فتصبح موجودات المشروع ملكا لحملة الصكوك وتدار على أساس عقد الشركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بموجب صيغة الوكالة بالاستثمار، وهي تختلف عن صكوك المضاربة من حيث حق صاحبها في المشاركة في الإدارة،² وتتنوع صكوك المشاركة بين:³

- **صكوك المشاركة الدائمة:** هي نوع من صكوك المشاركة في الربح تقوم على نفس أسسها الشرعية والعملية، وهي تتميز باستمرار التعامل بالصكوك وثبات الحق لأصحابها مادامت فترة استحقاقها، وتشمل حالات إصدار صكوك المشاركة لتمويل شراء عقار مثلا تديره جهة متخصصة بهدف تحقيق عوائد وتوزيعها على مالكي الصكوك بنسبة ما يملكونه من حصص في رأس المال.

- **صكوك المشاركة المتناقصة:** سميت بذلك لتناقص حصة مالك الصك في الربح تبعا لتناقص حصته في رأس المال إلى غاية إطفاء الصكوك الصادرة، وتكون غالبا في الأنشطة متوسطة وقصيرة الأجل والمشاريع المؤقتة، وتحقق مصلحة الطرفين في التنازل بسهولة عن الحصة في رأس المال من طرف وامتلاك الأصول تدريجيا من طرف آخر، وبذلك ينقسم هذا النوع من الصكوك بدوره إلى:⁴

● **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية مع الأرباح الموزعة لحامل الصك إن وجدت، إلى غاية الاسترداد الكلي للصكوك مع نهاية فترة الاستحقاق؛

¹ أحمد طرطار، " دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الأزمة المالية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص: 07.

² مشري فريد وعتروس صبرينة، " السوق المالية الإسلامية- المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية- البحرين-"، بحث مقدم في: مجلة الاجتهاد القضائي، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ص: 100.

³ مفتاح صالح ورحال فطيمة، " واقع صناعة الصكوك الاسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5، 6 ماي 2014، ص: 05.

⁴ تجاني محمد العيد وعبد الغني دادان، " واقع وأهمية الصكوك المالية الاسلامية بالأسواق المالية الدولية- دراسة حالة السوق المالي الماليزي-"، بحث مقدم في: مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد الثالث، العدد 08، ص: 40.

- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة: ويكون ذلك في حالة الصكوك المصدرة لتمويل مشروع مؤقت أو في حالة التصفية الإجبارية، بحيث يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك المصدرة من أصحابها بسعرها الحقيقي واسترجاع ملكية الأصول والتجهيزات في نهاية الفترة.

الفرع الثالث: صكوك المشاركة في الإنتاج والنتائج

سميت بصكوك المشاركة في الإنتاج ويقصد به الناتج الزراعي وذلك لعلاقتها بالزراعة والغرس وما يتبعهما من رعاية ومتابعة إلى غاية تحصيل الناتج وتوزيع العوائد بين المشاركين في العملية، وتمثل هذه الصيغ في:¹

1. صكوك المزارعة: تصدر على أساس عقد المزارعة وتستخدم حصيلتها لتمويل زراعة أرض يقدمها مالكيها

بناء على هذا العقد، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المزارعة غير الأرض ويستحق حاملو الصكوك حصة معلومة من الزرع والباقي لملك الأرض وفق شروط نشرة الاكتتاب والعقود الشرعية الملحقة بها.

2. صكوك المساقاة: تصدر على أساس عقد المساقاة وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل رعاية أشجار قابلة

للإثمار وتعهدها بالسقي والرعاية حتى تثمر، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المساقاة من غير الأرض والشجر ويستحق مالكو الصكوك حصة معلومة من الثمر والباقي لملك الشجر، وكل ذلك تحدده نشرة الاكتتاب والعقود الشرعية الخاصة بالصيغة المطبقة.

3. صكوك المغارسة: تصدر على أساس عقد المغارسة وتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل غرس الأرض

بأشجار الفاكهة أو غيرها من الأشجار المثمرة ذات القيمة الاقتصادية وتعهدها حتى تصل إلى مرحلة الإثمار، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية موجودات المغارسة من الشجر وثماره والأرض التي عليها الشجر، ويستحق حاملو الصكوك حصة معلومة من الشجر وثماره ويستحق مالك الأرض الحصة الباقية وفق ما تقتضيه نشرة الإصدار والعقود الشرعية الملحقة بها.

¹ بالاعتماد على:

- المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 470، 471.
- خالد بن سعود الرشود، "العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الإسلامية"، رسالة دكتوراه في الفقه المقارن منشورة في مجلة دراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 38.

جدول رقم(02): المقارنة بين الأسهم وصكوك الملكية

صكوك الملكية	الأسهم
• تخضع صكوك الملكية لأحكام عقد الشركة في الشريعة الإسلامية	• تخضع الاسهم لقانون الشركات في النظم الوضعية
• ملكيتها دائمة ما دام المشروع إلا في حالة المشاركة المتناقصة	• ملكيتها دائمة في الشركة إلى حين تصفيتها
• يشارك حملة صكوك المشاركة في إدارة الشركة، بينما يوكل رب المال المضارب بإدارة المشروع وفق عقد المضاربة	• يشترك مالكو الاسهم في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الادارة
• تصدر وفق صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية كلها، كالمضاربة والمشاركة والمغارسة...	• تصدر وفق صيغة واحدة وهي المشاركة، إذن هي نوع من أنواع صكوك الاستثمار
• يمكن أن تصدرها فئات متعددة بحسب ما يملكونه من أصول نقدية و عينية	• لا يمكن أن يصدرها إلا من يملك مركزا ماليا فيكون مساهما

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- نورة المبروك، " واقع صناعة الصكوك الاسلامية وتحدياتها- تقييم التجربة الماليزية-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي- الأسواق المالية الإسلامية... بين الواقع والواجب-، يومي 8، 9 نوفمبر 2019، اسطنبول، تركيا، ص: 361.
- مفتاح صالح ورحال فطيمة، " واقع صناعة الصكوك الاسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5، 6 ماي 2014، ص: 10.

المطلب الثالث: صكوك التمويل

وهي التي تستخدم حصيلة إصدارها في شراء بضاعة المراجعة أو ثمن سلعة السلم أو تكلفة عملية التصنيع أو قيمة أصل/ منفعة موجهة للتأجير، وهي أدوات يترتب عليها دفع إيرادات مالية ثابتة ودورية يمكن توقعها بصورة جيدة من طرف المصدر خلال المدة المتفق عليها إضافة إلى استرجاع قيمة الصك في نهاية المدة أو من خلال دفعات، تساهم هذه الأدوات في الحماية من مخاطر التشغيل إذ لا ترتبط بإيرادات المشروع بينما تتعرض للمخاطر الائتمانية كعدم السداد والنكول، وتتنوع هذه الصكوك بين:

الفرع الأول: صكوك الإجارة

1. **تعريف صكوك الإجارة:** تستخدم حصيلة إصدارها في شراء عين مؤجرة أو قابلة للتأجير أو شراء منفعة عين حاضرة، ويمثل صك الإجارة جزءا شائعا في ملكية الأعيان أو المنافع أو الخدمات المؤجرة خلال فترة محددة، يتم التعامل به من خلال طرحه للاكتتاب وجمع قيمة الأصل المراد تأجيره ليعتبر حملة الصكوك مالكيين لحصة شائعة في ذلك الأصل ويستحقون أجرا أو قسطا محدد مسبقا طيلة فترة الإجارة التي تعكس المدة التي يمكن فيها تداول الصك إذا كانت إجارة مؤقتة، وأما إذا كانت إجارة منتهية بالتمليك فيستحق حملة الصكوك إضافة إلى الأجرة الدورية جزءا من قيمة الصك إلى غاية اهتلاكه وانتقال ملكية الأصل إلى المستأجر.¹

2. خصائص صكوك الإجارة: تتميز صكوك الإجارة عن غيرها من الصكوك ب:²

- المرونة الشرعية من حيث إمكانية وضع شروط متعلقة بتسليم العين أو الانتفاع بالخدمة وكذا مواعيد دفع الأجرة ومقدارها وقيمة القسط وغيرها ما يجعلها سهلة التداول والتمويل بها في مختلف الأنشطة متوسطة وطويلة الأجل؛
- صالحة للإصدار من قبل الحكومات والمؤسسات العامة والمؤسسات الخيرية لأنها مرتبطة بإنتاجية الأصول المؤجرة ومنافعها؛
- تعتبر نوعا من الاستثمارات الإيرادية التي لا تتعرض كثيرا للتقلبات السوقية وبالتالي انخفاض درجة المخاطر؛

¹ بالاعتماد على :

- عبد الله إبراهيم نزال، "كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي... الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، غرداية، 23، 24 فيفري 2011، ص: 11.

- سليمان ناصر وربيعة بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية-دراسة تطبيقية على الصكوك السودانية الحكومية-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي-إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف-، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، أيام 6-8 أكتوبر 2012، ص: 03.

² منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، بحث مقدم في: الندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، أيام 2-4 نوفمبر 1998، ص: 10-15.

- امكانية تكوين محافظ استثمارية من صكوك الاجارة نظرا لاستقرار سعرها وثبات العائد نسبيا.

3. أنواع صكوك الإجارة: يمكن تمييز نوعين من صكوك الإجارة حسب الصيغتين التاليتين:¹

- صكوك يصدرها الوسيط بين مشتري الصك والملتزم أمام حملة الصكوك؛
- صكوك يكون فيها مصدر الصك هو الملتزم أمام حملة الصكوك.

- صكوك ملكية الأعيان المؤجرة: يصدرها المالك أو وسيط مالي ينوب عنه بغرض بيعها أو استيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، لتصبح العين ملكا لحامل الصكوك. وتنقسم إلى:

- صكوك الإجارة الثابتة: حيث يقوم المؤجر بإصدار صكوك الإجارة لشراء أصول ثابتة كالعقارات مثلا من ثم تأجيرها للغير، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتم توزيعه على حاملي الصكوك ويكون المصدر وسيطا بين المستأجرين وحملة الصكوك خلال فترة الإجارة.
- صكوك الإجارة المنتهية بالتملك: يتم إصدارها وفق الآلية السابقة مع مراعاة طبيعة الصيغة المتبعة بحيث يتم سداد قيمة الأصل مع كل أجرة ليتمكن المستأجرون من امتلاك الأصل في نهاية فترة الإجارة.

- صكوك ملكية المنافع والخدمات: تتنوع بين:

- صكوك ملكية المنافع والخدمات المؤجرة: هي شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصة مشاعة في خدمة أو منفعة محددة أو موصوفة في الذمة تقدم من الملتزم بها إلى حامل الصك في مدة لاحقة ومحددة.
- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة: تصدر مقابل عقد شراء منفعة عين أو استثمارها لتستخدم حصيلة إصدارها لتمويل شراء منفعة عين موجودة أو موصوفة في الذمة ثم تأجيرها إجارة عين أو إجارة موصوفة في الذمة بأجرة معلومة، بحيث يمثل الصك حصة شائعة في ملكية المنفعة والفرق بين ثمن شراء المنفعة و ثمن بيعها هو عائد هذه الصكوك.
- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو موصوف في الذمة: يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين أو موصوف في الذمة، ليتم استيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات ملكا لحملة الصكوك.

¹ بالاعتماد على:

- أشرف محمد دوابه، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية: الواقع.. وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، يوم 20، 21 مارس 2010، ص: 04.
- سامي بن ابراهيم السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 01.

الفرع الثاني: صكوك المراجعة، السلم والاستصناع

1. **صكوك المراجعة:** أداة تمويل تستخدمها المصارف وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية لتمويل شراء المواد الأولية والسلع المعمرة، وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك، ويمثل الصك حصة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها والعائد منها هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة وثن بيعها للواعد بالشراء،¹ وتتميز صكوك المراجعة ب:²

- بأنها ذات مخاطر متدنية ومرونة عالية تناسب المدخرين والمستثمرين الراغبين في ذلك؛
- تلبية رغبات المتعاملين من السلع والمعدات الضرورية لبداية أو مواصلة النشاط؛
- تمكين المستثمرين من الاستثمار وتحقيق عوائد مجزية؛
- دعم القطاعات الاقتصادية المختلفة وتنشيط التجارة الداخلية والخارجية.

2. **صكوك السلم:** وهي صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم وتحويل ملكية السلعة لحملة الصكوك، تسمح هذه الصيغة بشراء سلعة السلم بثمان حال، موصوفة وصفا كافيا ينفي الغرر، مؤجلة التسليم إلى موعد محدد، تستخدم في النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، تمثل هذه الصكوك حصصا شائعة في ملكية سلعة السلم قبل قبضها والعائد منها هو الفرق بين ثمن شراء السلعة وثن بيعها.³

3. **صكوك الاستصناع:** يتم إصدارها لتحصيل قيمة تصنيع السلعة، لتتحول ملكية المصنوع لحملة الصكوك، وذلك من خلال إبرام عقد بين طرفين -مصدر الصك وحامل الصك- يقوم المصدر بتصنيع المنتجات أو بناء المشاريع ويتكفل حامل الصك بتسديد مبلغ العقد في التاريخ المتفق عليه ليمثل بذلك الصك حصة شائعة في ملكية العين المصنعة وعائد الصك هو الفرق بين تكلفة التصنيع وثن بيع السلعة،⁴ والهدف من إصدار صكوك الاستصناع هو توظيف حصيلة هذه الصكوك في تمويل مشروع معين من المشاريع العقارية أو الصناعية، أو

¹ المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 469.

² محسن بن الحبيب، "الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية"، بحث مقدم في: مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة، الجزائر، المجلد الثالث والثلاثون، العدد 02، 2019، ص: 11.

³ المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 469.

⁴ عدنان محمد يوسف رابعة، "صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم في: مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، العدد 09، ص: 50، 51.

منشآت البنية التحتية من طرف الحكومة أو إحدى الشركات العامة أو الخاصة، وتستخدم حصيلة الاكتتاب في تحمل تكاليف إقامة المشروع،¹

وتتميز صكوك الاستصناع عن غيرها من الصكوك ب:²

- يتم تخصيص حصيلة الاكتتاب في صكوك الاستصناع في تمويل تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة؛
- تخضع عملية إصدار صكوك الاستصناع لأحكام عقد الاستصناع المعروف في الفقه الاسلامي؛
- يترتب على إصدار صكوك الاستصناع آثار عقد الاستصناع جميعا بعد اكتمال عملية الاكتتاب مباشرة.

جدول رقم(03): المقارنة بين السندات وصكوك المديونية

صكوك الدين	السندات
• يمثل صك الدين حق ملكية مشاع في أعيان، منافع، أو خدمات	• السند دين في ذمة المصدر
• يصدر الصك مقابل إيراد دوري أو مستحق في الأجل	• يصدر السند مقابل فوائد ربوية
• عوائد الصك تختلف على حسب الصيغة المستخدمة	• عوائد السند مضمونة بغض النظر عن النتيجة ربحا أو خسارة
• يحصل حامل الصك على عائد ناتج عن ملكيته المشاعة لموجودات يمثلها الصك	• لحامل السند دخل ممثل في الفائدة الربوية قد يكون ثابتا أو متغيرا
• يمثل صيغة قائمة على البيوع كالمراحة والسلم...	• السند يمثل قرض ربوي
• اشتراط استخدام حصيلة الصك في الأغراض المشروعة	• استخدام القرض في الأغراض المشروعة وغير المشروعة
• ترتبط مدة الصك بمدة الصيغة المصدر لأجلها	• مدة السند لا علاقة لها بمدة المشروع
• تتضمن نشرة الاصدار القواعد الشرعية الحاكمة	• لا تضمن نشرة الاصدار القواعد الشرعية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- حمزة بن حسين الفهر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص: 04.
- مفتاح صالح ورحال فطيمة، " واقع صناعة الصكوك الاسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5، 6 ماي 2014، ص: 11.

¹ أحمد بلخير، " صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الاقتصاد الجزائري"، بحث مقدم في: مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية-، الجلفة، الجزائر، ص: 90.

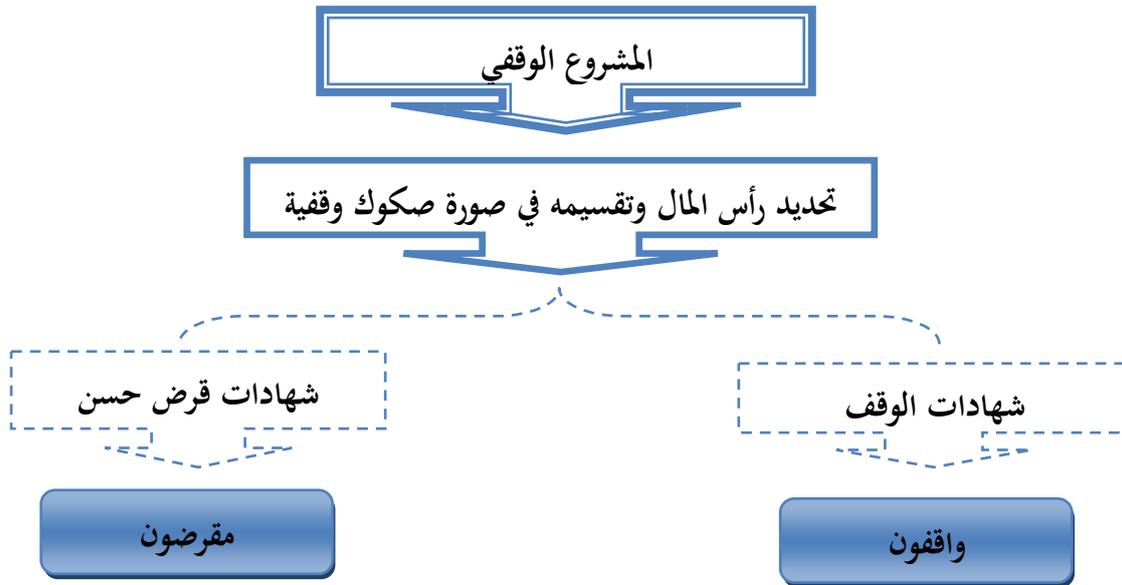
² عدنان محمد يوسف رابعة، مرجع سابق، ص: 52.

الفرع الثالث: الصكوك الهجينة والصكوك الوقفية

1. **الصكوك الهجينة:** هي صكوك يتم انشاؤها من خلال الجمع بين صيغتين أو أكثر من صيغ التمويل الإسلامي مثل: الاستصناع والإجارة، أو الإجارة والمراجعة.¹

2. **الصكوك الوقفية:** هي عبارة عن وثائق تمثل موجودات الوقف، سواء كانت هذه الموجودات أصولاً ثابتة كالعقارات والمباني وغيرها، أو أصولاً منقولة كالنقود والسيارات والطائرات، أو حقوقاً معنوية كحقوق التأليف وبراءة الاختراع، تصدرها مؤسسة الوقف للاكتتاب وتوجيه حصيلتها لتمويل المشاريع الاستثمارية الوقفية وترجع عوائدها لصالح الموقوف عليهم.²

شكل رقم (04): خطوات عملية تصكيك المشروع الوقفي



المصدر: مفتاح عبد السلام عليش، "الدور التنموي للصكوك الوقفية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي - الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب-، اسطنبول، تركيا، ص: 209.

¹ جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الأموال-الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، الجزء الثاني، مرجع سابق، ص: 652.

² مفتاح عبد السلام عليش، "الدور التنموي للصكوك الوقفية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي - الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب-، يومي 8، 9 نوفمبر 2019، اسطنبول، تركيا، ص: 202، 203.

خلاصة الفصل الثاني

وبالنظر إلى الأهمية الكبيرة التي اكتسبتها الهندسة المالية والابتكار المالي الإسلامي على مستوى المؤسسات المالية الإسلامية وكذا السوق المالي، ودورها في تنويع وتوسيع مجالات الاستثمار وفق استراتيجيات علمية وعملية تنطلق من المصادقية الشرعية وصولاً إلى الكفاءة الاقتصادية؛

حيث أثمرت عمليات الهندسة المالية والابتكار المالي الإسلامي على منتجات مالية إسلامية تستند في تكوينها إلى قواعد ومبادئ الشريعة الإسلامية، وتطمح إلى تلبية متطلبات المتعاملين ومواكبة تطورات المستثمرين من حيث تقليص الوقت والتكلفة وزيادة العوائد، وذلك من خلال تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية البسيطة والمركبة، وكذا الصكوك المالية، المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية من حيث البناء والاستخدام؛

وتعتبر الصكوك المالية الإسلامية من المنتجات الأكثر استخداماً ورواجاً باعتبارها تمثل أصولاً حقيقية أو تهدف إلى اقتناء أصول تشغيلية وأخرى استثمارية، تقوم على الموازنة بين التمويل والغاية منه، وبين عائد الاستثمار والمخاطر المترتبة عليه، محققة بذلك الهدف من التمويل سلامي وهي الموازنة بين الاقتصادي الحقيقي والاقتصاد النقدي من خلال قاعدتي "الغنم بالغرم" و"الخراج بالضمان".

الفصل الثالث:

سبيل إدماج

المنتجات المالية

الإسلامية في

السوق المالي

الفصل الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

يُعتبر الإدماج عن الآلية التي يتم بها إدراج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي، وهو بذلك يكتسي أهمية بالغة في الربط بين أطراف العلاقة التمويلية من خلال توفير فرص التمويل والاستثمار والتوفيق بينها تبعاً لقواعد السوق ووفقاً لضوابط الشريعة الإسلامية، وذلك لضمان سلامة العمليات من المخالفات القانونية والمحاذير الشرعية وتحقيقاً لأهداف التمويل الإسلامي في الربط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي؛ ولتحقيق الأهداف المرجوة من إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي يستوجب تتبع المراحل والخطوات اللازمة بداية من إصدار المنتجات المالية من طرف الشركات الراغبة في التأسيس أو التوسع، ليتم بعدها تداول هذه المنتجات من قبل الراغبين في استثمار فوائدهم المالية والحصول على عوائد مجزية، وذلك من خلال صيغ وأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية المتنوعة بين صيغ المشاركة التي تختلف في إصدارها وتداولها عن صيغ البيوع والإجارة، ليجتنب تبعاً لذلك طريقة تسوية المعاملات ومتابعتها ونقل الملكية بعد تسليم الثمن والمثلن لأصحابها؛ وتختلف كذلك المنتجات المالية الإسلامية من حيث آليات إدراجها وشروطها عن نظيرتها من المنتجات المالية التقليدية، وذلك لخضوعها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في جميع تفاصيلها والرامية إلى ضمان السلامة الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية فضلاً عن تحقيق الكفاءة الاقتصادية. وسيتم من خلال هذا المبحث التطرق لجميع الجوانب المتعلقة بإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي، آلياتها وضوابطها الشرعية:

المبحث الأول: إدماج المنتجات المالية الإسلامية، مراحلها وضوابطه الشرعية
المبحث الثاني: آليات إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
المبحث الثالث: الأحكام الشرعية لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق
المالي

المبحث الأول: إدماج المنتجات المالية الإسلامية، مراحلها وضوابطه الشرعية

تتميز المنتجات المالية الإسلامية عن المنتجات المالية التقليدية بعدة خصائص تجعلها قادرة على المنافسة ومواجهة تحديات السوق المالي، لتمتعها بالاستقرار النسبي وارتباط التمويل بما يقابله من سلع وخدمات بالإضافة إلى خضوعها لجملة من الضوابط والقواعد الشرعية التي تنظم طريقة التعامل بها، من بداية إنشائها إلى غاية إطلاقها كمنتج نهائي قابل للتداول وفق أساليب التداول المعروفة من بيع وشراء وغيرها؛

ويعد السوق المالي الإطار المناسب لتداول المنتجات المالية بمختلف الطرق التي تساهم في تحقيق الغرض الذي أنشأ من أجله، غير أن خصوصية المعاملات المالية الإسلامية تجعل التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية يختلف كثيرا عن نظيرتها التقليدية، سواء من ناحية الإصدار وشروطه أو من حيث آلية التداول وأساليبه، أو في طريقة تسوية الصفقات ونقل الملكية، فضلا عن الاختلاف في نوع الأدوات المالية المتداولة وطبيعتها من حيث المشاركة في الأرباح وتسديد الأقساط، وكذا آجال الاستحقاق والالتزامات المترتبة على كلا الطرفين.

وسيتيم من خلال هذا المبحث تناول مفهوم إدماج المنتجات المالية في السوق المالي والضوابط الشرعية التي تحكم هذه العملية، بالإضافة إلى التعرف على مختلف المراحل التي تمر بها:

المطلب الأول: ماهية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في
السوق المالي
المطلب الثالث: مراحل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

المطلب الأول: ماهية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

الفرع الأول: مفهوم إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

تتمثل عملية الإدماج في تلك الآلية التي يتم من خلالها إدراج المنتجات المالية في السوق المالي والربط بين مختلف الفاعلين والمهتمين بالتمويل والاستثمار، حيث تشمل على عدة مراحل تمثل في أساسها الخطوات الرئيسية لإدماج المنتجات المالية في السوق المالي، بداية من إصدار المنتج المالي إلى غاية انتقال ملكيته عبر آليات التداول المعروفة؛ ويستدعي لتنشيط السوق المالية من جانب العرض استحداث وتطوير مجموعة من الأدوات المالية لتلبية حاجات المستثمرين وذلك من خلال الهندسة المالية الإسلامية، كما يساهم إدراج المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في جذب نوعية جديدة من المستثمرين الراغبين في الاستثمار بطريقة شرعية، الأمر الذي يساهم في تنشيط السوق المالي مع توفر الجوانب الفنية والتقنية والأطر القانونية؛¹

وتساهم السوق المالي في تسهيل عملية إدماج المنتجات المالية الإسلامية من خلال:²

- تنوع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وبالتالي تمكينها من استثمار أموالها استثماراً طويلاً الأجل، وتحقيق الأهداف التنموية والمواءمة بين الربحية والسيولة والأمان؛
- تدعيم الاستثمار طويل الأجل قفي البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول في أسواق رأس المال؛
- طرح العديد من المنتجات المالية في سوق رأس المال للاكتتاب العام والمتمثلة في شهادات الاستثمار القابلة للتداول، وثائق صناديق الاستثمار، أسهم شركات التأجير التمويلي، وغيرها من الأدوات المالية طويلة ومتوسطة الأجل؛
- تداول هذه المنتجات في سوق رأس المال الإسلامي من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية؛
- تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي وبما يتناسب مع احتياجاتهم التمويلية.

¹ سارة بكوش، "أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية- دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا للفترة ما بين 2005-2017"، بحث مقدم في: مجلة الاقتصاد الدولي والعملة، جامعة سطيف، المجلد الثالث، العدد 01، 2020، ص: 04.

² عزوز عائشة، "الهندسة المالية الإسلامية كخيار استراتيجي لتفعيل السوق المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: مجلة المعيار، المجلد الثالث والعشرون، العدد 48، 2019، ص: 576.

الفرع الثاني: أهمية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

توفر عملية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي للجهة المصدرة المزايا التالية:¹

- هو وسيلة إعلان مجانية للورقة المالية تزداد نشاطا كلما زاد تداولها؛
- يولد انطباعا إيجابيا لدى المستثمرين عن المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة الامر الذي يسهل عليها الحصول على احتياجاتها المالية بتكلفة أقل؛
- يتيح للمستثمرين الحصول على المعلومات المهمة حول الشركات والأدوات المالية المدرجة؛
- وسيلة لتفادي عمليات الغش والتضليل والصفقات الوهمية؛
- وسيلة لتمويل احتياجات المستثمرين الحالية والمستقبلية؛
- مصدر لتحقيق عوائد مجزية حسب المنتج المالي المستثمر فيه؛
- توفير الحيز أو الإطار الذي تتم من خلاله الجمع بين مختلف الفاعلين في مجال التمويل والاستثمار من مؤسسات مالية وغير مالية ووسطاء ومستثمرين أفراد.

الفرع الثالث: متطلبات إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

ليتم إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي يستوجب:

1. إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية موحدة: حيث يندرج نشاط السوق المالي تحت قاعدة المصالح المرسله كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة الموافق لـ 14/03/1990 أن: "الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتباره من باب التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية ودينية، ومن ثم فإن فكرة السوق تقوم على الانظمة الإدارية والإجرائية المستوفية لضوابط الشريعة الإسلامية"²، وذلك من خلال:³
- تجانس التشريعات فيما يتعلق بتنظيم أعمال البورصات بين الدول الإسلامية لتسهيل التعاملات دون التيه في اختلاف القوانين والأنظمة؛
- تفعيل دور البنك الإسلامي للتنمية مع التنسيق بينه وبين البنوك الإسلامية وتنشيط دورها في إصدار الاوراق المالية والترويج والتسويق لها وتغطية الاكتتاب؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 102.

² أدهم إبراهيم جلال الدين، "الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية"، دار الجوهري للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2014، ص: 38.

³ أشرف مجد دوابه، "السوق المالية الإسلامية الموحدة- تحديات ومقومات-"، مرجع سابق، ص: 26-30.

- تنوع الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية الموحدة من خلال وجود شركات مساهمة إسلامية، وإصدار صكوك إسلامية تلبي حاجات المتعاملين بناء على دراسة للمشروعات المناسبة للتنفيذ في الدول ووفقا للاحتياجات الفعلية؛
- تحقيق نظام موحد لربط البورصات الإسلامية مع بعضها البعض من خلال إصدار عملة إسلامية موحدة بين البورصات ولتكن الدينار الإسلامي ليسمح بتداول أي ورقة مالية إسلامية وفي أي بورصة؛
- وجود بيوت خبرة مالية وشركات سمسرة إسلامية لها تواجد فعال في جميع الأسواق المالية في الدول الإسلامية، إضافة إلى التوسع في توفير شركات المقاصة والحفظ المركزي، فضلا عن بناء مؤشرات مالية إسلامية موحدة؛
- الاهتمام بتوعية الجمهور في الدول الإسلامية بالسوق المالية الإسلامية الموحدة والإفصاح الكامل عن الفرص المتاحة أمامه لتوظيف أمواله من خلال وسائل الإعلام والاتصال والمناهج التعليمية؛
- تفعيل دور المصارف الإسلامية في جميع أنحاء العالم بالتكامل فيما بينها من خلال إصدارها للعديد من الأدوات المالية الإسلامية، وإدراجها وتداولها في السوق المالي الإسلامي، وتكوين محافظ استثمارية تنافسية وترويجها بين المستثمرين، بهدف تطوير القطاع المصرفي الإسلامي واستقطاب الأموال المهاجرة؛

2. إنشاء مؤسستين للإشراف والرقابة على السوق المالية الإسلامية الموحدة: وهما:

- هيئة سوق المال الإسلامية: هي الهيئة العليا، يعهد إليها بالإشراف الكلي على سوق رأس المال الموحدة ووضع القواعد واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لتحقيق أهداف السوق بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، من إصدار ونشر والموافقة على نشر المعلومات والبيانات الدقيقة عن الأوراق المالية والشركات والهيئات المصدرة وتقيدها بالشروط الخاصة بالإصدار، ووضع الإجراءات التنظيمية المناسبة والكافية لمنع التعامل بالأساليب غير الأخلاقية.
- اتحاد البورصة الإسلامية الموحدة: يمثل هيئة إدارية تنفيذية تابعة لهيئة سوق المال الإسلامية، تعمل على إدارة النشاط اليومي للسوق ومتابعته تبعا لأحكام الشريعة الإسلامية، واتخاذ كافة الإجراءات لضمان عدم انحراف الممارسات العملية عن القواعد المنظمة لها، يتولى رئاستها رئيس هيئة سوق المال الإسلامية وممثلين عن البنوك والشركات الإسلامية ومندوبين عن السماسرة العاملين في البورصة بالإضافة إلى أهل الخبرة والاختصاص في شؤون البورصات.

3. فاعلية السوق المالي: والتي تنعكس في ما يلي:¹

- السرعة الفائقة في تنفيذ الصفقات وتسوية المعاملات، والتقليل من احتمالات الخطأ؛
- الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع؛
- توفر المعلومات في الوقت وبالحجم المناسب.

¹ زكريا سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سابق، ص: 51.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

الفرع الأول: ضوابط خاصة بالسوق المالي

لتحقيق الالتزام الشرعي للسوق المالي من خلال أطراف المبادلة والوسطاء والأدوات المالية محل التبادل، فضلا عن تحقيق الكفاءة بالمعنى الاسلامي وتعني توفير المناخ العام لتطبيق أحكام الشريعة الاسلامية في السوق المالي بما فيها العدالة بين أطراف المبادلة وصولا إلى تحقيق الالتزام بمبادئ الشريعة الاسلامية على جميع المستويات، يستوجب ما يلي:¹

- **اعتبار العمل في السوق عبادة:** حيث تعتبر الشريعة الاسلامية الجهود المبذولة في الأسواق من المسلمين عبادة من العبادات الإسلامية، نظرا لقول رسول الله ﷺ: "يا معشر التجار أبشروا، فإن الجالب إلى سوقنا كالمجاهد في سبيل الله" وهذا دليل من رسول الله ﷺ أن العمل في السوق بأخلاقيات الإسلام يعادل الجهاد وهو ذروة سنام الاسلام، وقول عمر ابن الخطاب رضي الله عنه: "ما من موطن يأتي فيه الموت أحب إلي من موطن أتسوق فيه لأهلي أبيع وأشتري" وهذا دليل للنظر إلى السوق على أنه مكان عبادة يمارس فيه الإنسان عمله بما تقتضيه مبادئ الشريعة الاسلامية.
- **العلم بأحكام التعامل في السوق:** هذا يعني أن من يمتحن العمل في السوق ويتخذة وظيفة أساسية عليه أن يكون على علم بأحكام التعامل في السوق ومعرفة الحلال والحرام في البيوع والمنتجات والممارسات، ومهمة ولي الأمر في ذلك هي التأكد بنفسه أو عن طريق مسؤول المحاسبة من مدى التزام الموظفين والمتعاملين بضوابط وقواعد الشريعة الاسلامية المنظمة للمعاملات المالية، وخير دليل على ذلك قيام سيدنا عمر ابن الخطاب رضي الله عنه بتفقد أحوال السوق وقوله: "لا يجلس في سوقنا إلا فقيه" ويقول الإمام النووي: "ومن يبيع ويشترى ويتجر يتعين عليه معرفة أحكام التجارات، وكذا ما يحتاج إليه صاحب كل حرفة يتعين عليه تعلمها والمراد الأحكام الظاهرة الغالبة دون الفروع النادرة والمسائل الدقيقة"، ليكون واقع السوق قريبا من المأمول فضلا عن رقابة الدولة وحرصها على الالتزام بالمبادئ الشرعية والفنية والمحاسبية وغيرها.
- **وجوب نشر العلم والمعرفة:** (الشفافية والإفصاح) والعلم في الاسلام يشمل كل المعارف الدينية والفنية والانتاجية والتسويقية وغيرها، والمتعامل في السوق مكلف بنصح غيره حول آليات التعامل واتباع الأساليب الأفضل والابتكارات الجديدة المتوصل إليها ونشرها في أوساط المتعاملين، وذلك منعا للاحتكار والتحكم في السعر وسيادة سعر المثل وإتاحة المعارف الفنية لكل من يطلبها.

¹ بالاعتماد على:

- هشام حنضل عبد الباقي، "الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي"، بحث مقدم في: مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الاسلامي، يومي 15، 16 ديسمبر 2010، الكويت، ص: 18.
- يوسف ابراهيم يوسف، "السوق في ظل الإسلام- شكلها وضوابط وجودها"، بحث مقدم في: حولية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، العدد السادس، جامعة قطر، 1988، ص: 516-530.

- عدم التدخل بين المتعاملين والتأثير على إرادتهم بغرض الحصول على منافع شخصية: إن هدف السوق المالي هو جذب المستثمرين وعدم القيام بأي عمليات لصرف المتعاملين أو تضليلهم، كما جاء في قوله ﷺ: " لا يسم بعضكم على سوم أخيه" وقوله ﷺ: " لا يبيع بعضكم على بيع بعض" بمعنى النهي عن التدخل بين المتعاملين ضد البائع أو ضد المشتري، سواء بعرض سلعة أفضل أو طلب الشراء بسعر أعلى، بما في ذلك احترام المتعاملين لبعضهم البعض.
- السداد في القول: بمعنى الصدق والإفصاح عن القصد، فلا يزيد في سعر المنتج عن قيمته الحقيقية إذا كان بائعا ولا يبخس حقه إذا كان مشتريا، وقد جاء هذا في توجيه رسول الله ﷺ لإحدى المتعاملات في السوق فقالت: يا رسول الله إني أبيع وأشتري، فإذا أردت أن ابتاع الشيء سمت به أقل مما أريده...، وإذا أردت أن أبيع الشيء سمت به أكثر مما أريده ثم وضعت حتى أبلغ الذي أريده، فقال لها: لا تفعلي، إذا أردت البيع أو الشراء فاستامي بما تريدان" وهذا بهدف سيادة الوضوح والاستقرار في المعاملات في السوق المالي.
- العلانية وإظهار الحقائق: أي السداد في الفعل من خلال إظهار حقائق الأشياء دون تمويه أو تدليس أو غش، دون كتمان للعيوب أو ادعاء للمحاسن، كما جاء عن رسول الله ﷺ أثناء مروره بالسوق يتفقده، مر على صبرة طعام فأدخل يده فيها فنالت أصابعه بللا، فقال ما هذا يا صاحب الطعام؟ قال أصابته السماء يا رسول الله، قال: أفلا جعلته فوق الطعام كي يراه الناس؟ من غش فليس مني" ويقول أيضا ﷺ: " البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما"، وهذا مفاده خلو السوق الإسلامية من المنتجات الضارة أيا كانت عوائدها، وأن يباع كل منتج بقيمته الحقيقية من ثم تحقيق الاستقرار في التعامل ورواج المبادلات وتحقيق مصالح جميع الأطراف المشتركة.
- الابتعاد عن المجازفة والغرر: ويقول ابن رشد في خصوص الغرر أنه يكون على عدة أوجه: كجهل المعقود عليه، والجهل في وصف الثمن أو المثلن، أو بقدره وأجله، وقد نهى النبي ﷺ عن عدة بيوع اشتملت على الغرر فقد سأله حكيم ابن حزام ﷺ عن رجل يطلب منه سلعة ليست عنده فيبيعه إياها ثم يشتريها فقال له رسول الله ﷺ: " لا تبع ما ليس عندك" وهذا لما له من اثر في تفادي الخصومة والنزاع.

الفرع الثاني: ضوابط خاصة بالأدوات المالية المتداولة

- ل يتم إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي يجب توفرها على الشروط الثلاث الآتية:¹
- تطوير أدوات قديمة أو ابتكار أدوات جديدة لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع قواعد الشريعة الإسلامية؛
 - أن تكون جميع الأدوات المدرجة في السوق موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - إخضاع عمليات التداول بهذه الأدوات لكل من القانون الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي لتمييز الطرق المقبولة شرعا وغير المقبولة؛
 - إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتفعيل السوق المالي وتنشيط تداول المنتجات المالية الإسلامية، علما أن قواعد الشريعة لا تمنع من وجود وسطاء في السوق المالي؛
 - تحري المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية غير جميع مراحل بناء المنتج المالي الإسلامي من ثم الانتقال إلى خطوات إدماجه في السوق المالي وفق المعايير والضوابط الشرعية المعمول بها.

الفرع الثالث: ضوابط خاصة بالمتعاملين

- إضافة إلى المرتكزات السابقة يحتاج السوق المالي إلى الضوابط الشرعية لترشيد المعاملات لكونها لا تنظم السوق المالي كهيئة فقط بل ذهبت إلى أبعد من ذلك وصولا إلى سلوك المتعاملين فيه ومن بين هذه الضوابط:²
- الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية؛
 - تحريم التعاملات الربوية؛
 - تبني الأخلاق الإسلامية في المعاملات المالية؛
 - منع الغش، التدليس، النجش والغرر؛
 - منع بيع الدين بالدين، ومنع البيوع الصورية والاحتكار؛
 - ضرورة وجود هيئة رقابة شرعية؛
 - حظر المضاربات والأنشطة غير المشروعة كالقمار والميسر؛

¹ حازم بدر الخطيب، مرجع سابق، ص: 177.

² بالاعتماد على:

- عبد السلام عقون وكمال رزيق، "الأزمة المالية الراهنة جذورها وأساليب حلولها الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، ص: 8-10.
- خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، "نحو أسواق مالية إسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8، 9 ماي 2005، ص: 14-16.

- التركيز على الاستثمارات الحقيقية القائمة على الربط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي بدلا من الاستثمارات الوهمية؛
- حرية التعاقد: الرضا.

المطلب الثالث: مراحل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

الفرع الأول: إصدار المنتجات المالية في السوق المالي

1. تعريف الإصدار في السوق المالي: هو نقطة تلاقي الطلب ممثلا بالحاجة إلى التمويل مع العرض ممثلا بالقدرة على التمويل في السوق الأولية، أي بين المصدر الأول للورقة المالية والمشتري الأول لها وصولا إلى السعر التوازني الذي يحقق رغبة الطرفين، وذلك من خلال إتاحة جميع المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة وأدائها المالي بهدف جذب المستثمرين المحتملين؛¹

وتتمثل مهمة المصدر في توسيع قاعدة الخيارات من خلال إصدار المنتجات المالية بصور إبداعية قادرة على جذب مدخرات المستثمرين أفرادا وشركات، وتنوع الاصدارات بين أدوات الملكية التي تصدرها شركات المساهمة وأدوات الدين التي تعود لجهات متنوعة كالحكومات والهيئات المركزية والمحلية وكذا شركات المساهمة وغيرها من الأدوات.²

2. أنواع الإصدار: هناك أنواع متعددة للإصدار نذكر منها:³

- الإصدار المباشر: يتم فيه إصدار الورقة المالية لأول مرة وبدون أي علاقة مع الاصدارات القديمة؛
- إعادة الفتح: يتم ذلك على أساس تاريخ استحقاق الورقة المالية حيث أنه يمكن بعد عملية إصدار مباشر إعادة فتح إصدار أوراق جديدة لنفس الشركة في يوم لاحق تستحق في نفس تاريخ الاستحقاق المحدد في الاصدار الأول، وعادة ما يستخدم هذا الاصدار في الأوراق المالية الحكومية حيث تختلف مدتها بين ثلاثة وستة وتسعة أشهر وتستحق في نفس التاريخ؛
- الشراء المبكر: ويقصد به شراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة نفسها قبل تاريخ استحقاقها؛
- الاستبدال: يقصد به استبدال أوراق لم تستحق بعد بأوراق مصدرة جديدة.

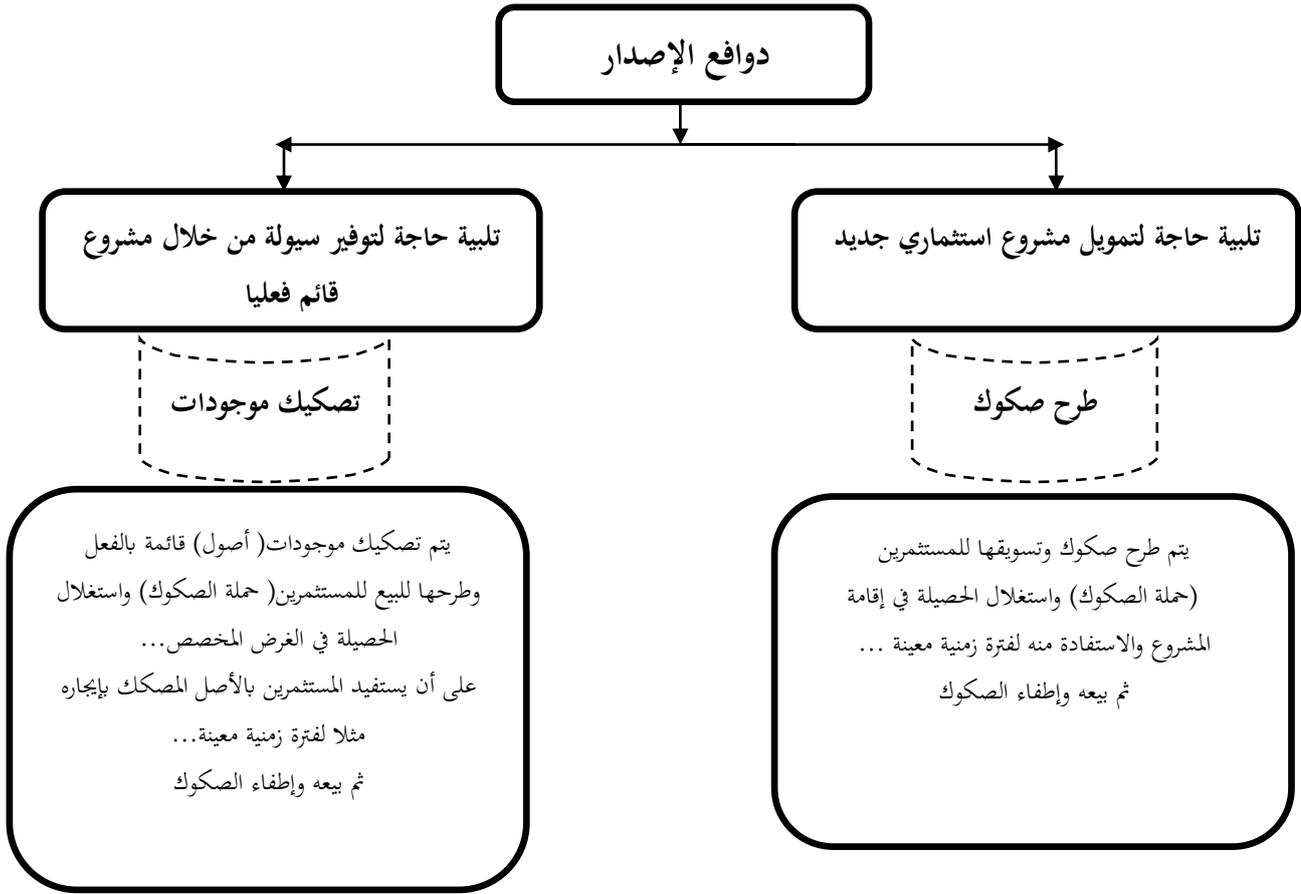
¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص: 70.

² أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الاسواق المالية-"، اليازوري للنشر والتوزيع، ص: 22، 23.

³ محمد يسر برنيه وحفيظ أبريك، "قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية"، بحث مقدم في: الاجتماع السنوي التاسع للجنة العربية لنظم الدفع والتسوية، صندوق النقد العربي، ص: 8، 9.

3. دوافع الإصدار: تطرح الأدوات المالية غالباً لسببين أولهما ينطلق من الرغبة في الحصول على تمويل، واستخدام حصيلة الصكوك في شراء الأصول والمعدات اللازمة لإقامة مشروع جديد ليتم بعدها دفع الأقساط عبر مراحل إلى غاية إطفائها كلياً، أما الدافع الثاني فهو يستند إلى أصول قائمة وذلك بهدف توسعة المشروع أو تطويره والاستفادة من حصيلة الصكوك في تحقيق ذلك ليتم إطفائها تدريجياً إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

شكل رقم (05): دوافع الإصدار



المصدر: أحمد النجار، "الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، 14 مارس 2012، القاهرة، ص: 05.

الفرع الثاني: تداول المنتجات المالية في السوق المالي

1. مفهوم تداول المنتجات المالية: تداول الأدوات المالية يعني بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين، ويُعبر سوق التداول عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل التي سبق إصدارها من طرف البائع في السوق الأولية، ويتم التداول بالسعر السائد في السوق وقت البيع والشراء إما في نظام عام يسمح بالتبادل المتعدد الأطراف "البورصات المنظمة" أو من خلال التبادل المباشر "خارج المقصورة" أو في غيرها من أماكن التداول "الأسواق الخاصة"، وبما أن الوصول إلى قاعات التداول يحكمه قوانين وتشريعات ما يدفع معظم المستثمرين إلى عدم المشاركة مباشرة في عملية التداول بل اللجوء إلى أطراف أخرى كالسماسة والوسطاء.¹

2. شروط تداول المنتجات المالية: لا تمنع الشريعة الإسلامية من تداول المنتجات المالية الإسلامية، ولكن وفق شروط:²

- أن يكون محل التداول من أعيان ومنافع وخدمات مباحة شرعا، وأن يكون توظيفها والانتفاع بها وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- أن تنسجم شروط عقود المنتجات المالية مع شروط العقد في الإسلام؛
- أن يكون العقد قانونيا وملزما في حالة إبرامه ومشملا على أركان العقد الخمسة وهي: البائع والمشتري، وتحديد السلعة والسعر وكذا صيغة العقد؛
- أن يكون المقصد من المعاملات هو التداول الحقيقي المدر للدخل والثروة وليس الوهمي؛
- أن يتنافى الغرر عن جميع أركان العقد وإلا كان باطلا من حيث القانون والشريعة الإسلامية.

¹ بالاعتماد على:

- محمد أحمد محمود عمارنة، مرجع سابق، ص: 27، 28.
- أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، "تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، منظمة التعاون الإسلامي، ص: 06.

² حازم بدر الخطيب، مرجع سابق، ص: 178.

الفرع الثالث: إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي

1. مفهوم الإيداع والتسوية في السوق المالي: تقوم شركات المقاصة والتسوية بدور مكمل لعمل شركات

السمسرة في إتمام صفقات التداول، حيث تختص بما يلي:¹

- **المقاصة:** يقصد بالمقاصة معالجة عمليات الدفع والتسليم الفعلي وتحديد حجم الدائنية والمديونية بين المتعاملين، أو هي العملية التي يتم بموجبها احتساب صافي حقوق والتزامات أطراف التداول الناشئة عن أي عقد تداول من أجل التسوية، هذا في حالة تساوي الدينين أما إذا زاد أحدهما عن الآخر فتم المقاصة بالقيمة الأقل ويلتزم صاحب الدين الأقل بدفع الفرق إلى الوسيط الآخر.

- **التسوية:** ويقصد بالتسوية اتخاذ كافة الإجراءات الدفع الفعلي للنقود من المشتري إلى البائع وتسليم المثل من البائع إلى المشتري بمعنى نقل ملكية الأوراق المالية بشكل نهائي وغير مشروط، بما في ذلك التأكد من سلامة الأوراق المالية من الغش ونحوه وعدم وجود قيود تمنع تداولها، وبالرغم من أن العمليتين منفصلتين إلا أنه من الناحية العملية تقوم بهما جهة واحد تدعى غرفة المقاصة أو شركة المقاصة.

- **نقل الملكية:** وتعني تحويل ملكية الأدوات المالية المتداولة من البائع إلى المشتري والثل من المشتري إلى البائع.

غير انه من الناحية العملية لا يمكن فصل هذه العمليات والإجراءات عن بعضها من حيث انتقال ملكية الأدوات المالية وثلنها بين الدائنين والمدينين والتفصيص فيما بينهم، حيث ومع إدخال التكنولوجيا في المعاملات المالية أدت إلى اختصار الوقت والجهد ودمج المعاملات مع بعضها لتتم بطريقة آلية.

فضلا عن الضوابط الشرعية التي تُلزم المتعاملين والهيئات المسؤولة عن التسوية بتصفية الحسابات بصفة دورية و مستعجلة، لتفادي الوقوع في شبهة الربا والغرر والظلم وغيرها من المعاملات المحرمة شرعا، بالإضافة إلى ضرورة مراعاة خصوصية عقود التمويل والاستثمار الإسلامية من حيث آجال تسليم الثمن والمثل.

¹ بالاعتماد على :

- مشري فريد وصبرينة عتروس، مرجع سابق، ص: 94.
- محمد يسير برنيه وحفيظ أبريك، مرجع سابق.
- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 67.

المبحث الثاني: آليات إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي

يعد الإصدار أول الخطوات التي يتم بها إدماج المنتجات المالية في السوق المالي، حيث تقوم الشركات الراغبة في الحصول على التمويل اللازم لإنشاء مشاريعها أو تطويرها وحتى لتمويل دورة الاستغلال بإصدار أوراق مالية تمثل حقوقاً عينية و/أو نقدية، وتختلف طريقة الإصدار وشروطه على حسب نوع المنتج المالي أو الصيغة التمويلية التي تستند إليها مروراً بعدة مراحل وخطوات وتحت إشراف العديد من الهيئات داخل السوق المالي وخارجه؛ لتمثل عملية التداول ثاني مرحلة بعد إصدار الأدوات المالية بهدف تمكين المتعاملين من الاستفادة من العروض المقدمة واختيار التوظيف الأمثل لمواردهم، حيث يتم فيه بيع وشراء المنتجات المالية بالطرق المعروفة للتداول إما بطريقة مباشرة أو بتفويض وسيط قد يكون شخصاً طبيعياً أو مؤسسة مختصة في عمليات السمسرة في السوق المالي؛ وتنتهي العملية بعد تنفيذ أوامر المتعاملين بالبيع والشراء، بتسوية المعاملات أو بالأحرى الوضعيات المالية بين الدائنين والمدينين من خلال ما يسمى بعملية المقاصة ليتم بعدها نقل ملكية الأصول المتداولة كل حسب حقه، وتتكفل الهيئات المختصة في السوق المالي بضمان نزاهة وشفافية العملية سعياً منها لتحقيق الهدف الذي أنشأ من أجله السوق المالي وأهداف الاقتصاد بصفة عامة. وسيتم التطرق لجميع هذه المراحل من خلال المطالب الآتية:

المطلب الأول: آلية إصدار المنتجات المالية في السوق المالي
المطلب الثاني: آلية تداول المنتجات المالية في السوق المالي
المطلب الثالث: آلية إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي

المطلب الأول: آلية إصدار المنتجات المالية في السوق المالي

الفرع الأول: أشكال وأساليب الإصدار

1. أشكال عملية الإصدار: تتخذ عملية الإصدار أحد الشكلين هما:¹

- الإصدار للتداول العام: يقصد به الإصدار الجديد للورقة المالية للاكتتاب العام للجمهور، يتم فيه طرح

الأوراق المالية للمستثمرين عامة في السوق من خلال إصدار أسهم شركات جديدة تصدر أسهمها لأول

مرة يضمنها بنك استثمار، أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، أو إصدار أسهم شركات

مساهمة قائمة في السوق وتحتاج لتوسيع رأسمالها، ويحقق الطرح العام الاولي مزايا عديدة يمكن إيجازها في:

● ضخ المزيد من المال للوظائف التشغيلية والتطويرية وغيرها لتوسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى

مصادر التمويل المختلفة في المستقبل؛

● إمكانية تحسين صورة المؤسسة نظرا لإلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور؛

● يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنويع محافظهم الاستثمارية، وتحقيق مكاسب للإدارة والعاملين؛

● إيجاد سوق لتداول الأسهم وتحقيق مرونة أكبر في تسويق وتوزيع الإصدارات الجديدة.

وفي مقابل ذلك يشكل الطرح العام الأولي عبء كبير على الشركة من خلال تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح،

والإبلاغ عن المعلومات وهذا ما يحول دون إمكانية طرح أسهم جديدة، لذلك تتطلب عملية الإصدار للتداول العام

فريق يتكون من الإدارة والمستشار القانوني للشركة وبنك الاستثمار (متعهد التغطية) ومستشاره القانوني والمحاسبين

وبعض المستشارين المتخصصين في إعداد النشرات، ويعتمد الإصدار العام على الخطوات الآتية:

● إيداع بيان التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية للتأكد من دقة وصحة المعلومات المقدمة، في حالة وجود

نقائص أو ملاحظات يتعين على إدارة الشركة إعداد بيان تسجيل معدل؛

● إعداد نشرة الإصدار الأولية وتوزيعها على عموم المستثمرين للحصول على مؤشرات أولية عن حجم

الطلب، وتعريف المستثمرين بنوع وطبيعة الأوراق المالية المزمع إصدارها؛

● التفاوض بشأن حجم وسعر الإصدار اعتمادا على الاداء المالي للشركة، ظروف سوق المال، الشركات

المنافسة وسمعة الشركة لدى الجمهور؛

¹ بالاعتماد على:

- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 25، 26.

- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 97- 100.

● عقد اتفاقية التغطية مع أحد أو مجموعة من بنوك الاستثمار وتسليمه الأوراق المالية بعد إجراء عملية الاقفال.

- الإصدار للتداول الخاص: تطرح الأوراق المالية لعدد محدد من المستثمرين غالبا ما يكونون الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين أفرادا ومؤسسات بموجب صفقات خاصة، وتكون الأوراق المالية أقل تكلفة باعتبار أن هذا الاكتتاب معفي من شروط التسجيل والشركة غير ملزمة بالإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، وهذا الإصدار يناسب الإصدارات الصغيرة للأسهم والسندات.

2. أساليب الإصدار: تنوع أساليب الإصدار بين:¹

- أسلوب البيع المباشر: يتم من خلال قيام الشركات المصدرة ببيع الأوراق المالية بنفسها ومباشرة إلى المستثمرين في السوق دون تدخل الوسطاء، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، غير أن هذا الأسلوب يترتب عليه تكاليف عالية بالإضافة إلى نقص الخبرة التسويقية اللازمة.

- أسلوب المزاد: يتضمن هذا الأسلوب دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكمية المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى فالأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدارات.

- أسلوب البيع غير المباشر: يتم من خلال قيام الوسيط نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع وكافة الإجراءات اللازمة، وذلك من أجل تلافي التكاليف الباهضة، غير أنه يجب دفع عمولة للوسيط والذي قد يكون بنكا تجاريا أو استثماريا.

¹ عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 55، 56.

الفرع الثاني: خطوات إصدار المنتجات المالية الإسلامية

تعتبر عملية الإصدار الحلقة التي تربط بين مصدر الأداة المالية والمشتري لها لذا يتطلب أن تكون بدرجة كبيرة من الإحكام والمتابعة من خلال عدة خطوات،¹ تبدأ من رغبة شركة لها أصول سواء كانت تلك الأصول ديونا أو أعيانا بإخراجها من جانب الأصول ووضعها تحت بند خارج الميزانية لبيعها للجمهور من خلال ما يسمى بالشركة ذات الغرض الخاص - تابعة للشركة المالكة أو لشركة أخرى - وفق الخطوات التالية:²

- إعداد الدراسات السابقة لعملية الإصدار: من خلال القيام بمجموعة من الدراسات لمعرفة إمكانية إصدار المنتجات والجدوى منها، تتم من طرف الجهة المنشئة وغالبا ما تستعين بمكتب خبرة أو دراسات من الجانب الفني وبهيئة شرعية لاستيفاء الأحكام والضوابط الشرعية من خلال:

- دراسة جدوى المشروع محل إصدار: يستوجب على الجهة المنشئة إعداد دراسة جدوى اقتصادية لمختلف الجوانب المتعلقة بالمشروع والظروف المحيطة به، وذلك لتقديمها لاحقا لأمين الاستثمار الذي يتولى حماية مصالح حملة الورقة المالية.
- دراسة الجوانب الشرعية: تتولى ذلك هيئة الرقابة الشرعية استنادا إلى القواعد والضوابط الشرعية الصادرة عن المجالس والجامع الفقهي كمجمع الفقه الاسلامي الدولي وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك لإعطاء الصبغة الشرعية للمنتج وعملية إصدارها وتفادي المخاطر الشرعية المتعلقة بذلك.
- دراسة الجوانب القانونية: يشكل الجانب القانوني الإطار المنظم لعملية الإصدار والحامي للأطراف ذات العلاقة، كما لا يجب أن يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية لأن ذلك سيؤثر سلبا على عملية الإصدار والحقوق والالتزامات المترتبة عليها.
- الدراسة التسويقية: تهدف إلى معرفة مدى قدرة مصدر الورقة المالية على تسويقها استنادا إلى نتائج تقييم وكالات التصنيف، توجهات المستثمرين في أسواق رأس المال المحلية والعالمية، بالإضافة إلى دراسة مخاطر

¹ شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 103.

² بالاعتماد على:

- أحمد النجار، "الصكوك الإسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، 14 مارس 2012، القاهرة، ص: 11.

- سميرة مشراوي، "المعضلات الأربع ودور الصكوك الإسلامية في حلها- بنك دبي الإسلامي أمودجا-"، بحث مقدم في: المؤتمر الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي حول الأسواق المالية الإسلامية... بين الواقع والواجب، يومي 8، 9 نوفمبر 2019، اسطنبول، تركيا، ص: 272-276.

السوق وكيفية إدارتها، لأن عملية التسويق هي المرحلة التي تصل المصدر بالراغبين في الاستثمار في المنتجات المالية الإسلامية.

- **هيكلية الإصدار:** بعد التأكد من إمكانية الإصدار يتم الإعداد لتنفيذ العملية وفق الإجراءات التالية:
 - تأسيس الشركة ذات الغرض الخاص: (وكيل الإصدار) يتم تأسيسها من طرف المنشئ بقرار من الجهة الرقابية والمشرفة على الأسواق المالية في الدولة.
 - أخذ الموافقة من الجهة الرقابية: يحتاج المصدر إلى أخذ موافقة الجهة الرقابية بعد تقديم طلب يحتوي على نوع الإصدار وحجمه والدول محل الاكتتاب والضمانات المتعلقة به.
 - تحديد الأطراف ذات العلاقة ومهام كل طرف: بمعنى تحديد جميع الأطراف ذات الصلة بعملية الإصدار وما يقابلها من حقوق والتزامات كل طرف.
 - تقدير تكاليف الإصدار: يتم تحديد تكاليف الإصدار للتمكن من تحديد الاحتياجات الفنية والإدارية والمالية اللازمة لإتمام العملية، وتحديد حقوق الأطراف ذات العلاقة من الاستشارات الفنية والإدارية والقانونية والشرعية وغيرها من التكاليف، الأمر الذي ينعكس على تكاليف المنتجات المصدرة.
- **إعداد العقود اللازمة للإصدار:** تتعدد العقود المترتبة بين مختلف الأطراف إلى:
 - عقد الإصدار: يحدد علاقة التعاقد بين المنشئ والمكتتبين بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الأدوات المالية ويترتب عليه جميع آثار عقد الأداة المصدرة.
 - عقد وكالة لإدارة الأصول: يتم إبرامه مع مدير الأصول لاستثمار وإدارة الأصول محل الإصدار، يتعين من طرف المنشئ أو مدير الإصدار وفق ما تحدده نشرة الإصدار.
 - عقد الانتفاع بالأصول: يتم إبرام العقد وإصدار المنتجات المالية في مقابل حق الانتفاع بالأصول المملوكة للدولة ملكية خاصة.
 - عقد الضمان الشرعي: تحدد فيه الضمانات الشرعية بين وكيل الإصدار والجهة الضامنة على أساس عقد تبرع.
 - عقد إعادة ملكية الأصول إلى المالك الأول (المصدر) أو إلى طرف ثالث: وذلك عند إطفاء الأداة المالية ليتم إعادة ملكيتها سواء إلى المصدر أو على طرف ثالث حسب ضوابط معينة في نشرة الإصدار.

- مرحلة إصدار الصكوك: تنطوي عملية الإصدار على مجموعة من الإجراءات ممثلة في: ¹

- تقديم طلب تسجيل وإصدار المنتج المالي: يقدم منشئ المنتج المالي طلباً لتسجيل وإصدار المنتجات المالية إلى الجهة الرقابية وفق نموذج معين مرفقاً بالمستندات التي تحوي المعلومات والبيانات اللازمة.
- اعتماد نشرة الإصدار: من بين المستندات المرفقة بطلب التسجيل تقدم مسودة نشرة الإصدار التي يعدها مدير الإصدار بغرض إطلاع المستثمرين عليها، وهي تمثل حسب المعيار الشرعي للاستثمار " الدعوة التي يوجهها المصدر إلى المستثمرين للاكتتاب كطرفين في العقد يمثلان الإيجاب والقبول، وتشتمل على العناصر التالية: ²

- شروط إنشاء وعمل الشركات ذات الغرض الخاص؛
- نوعية الأصول المراد تصكيكها؛
- القيود والمؤهلات المطلوبة في الشركات التي ترغب في تصكيك بعض موجوداتها؛
- إعداد نشرة الإصدار، وتنظيم عمل الأمناء، والافصاح المالي الملائم؛
- طريقة الحصول على التصديقات اللازمة من هيئة سوق المال أو الجهة الفنية المخول لها ذلك؛
- المعايير الخاصة ببيع الاصل من المصدر الأصلي إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
- كيفية استخدام موارد التصكيك، والتنظيم القانوني لعمليات استبدال الدين وبيعه والتنازل عنه ضمن عقود الملتمزين؛
- إنشاء بيوت التصنيف والوكالات الائتمانية للعمل كأمناء للتصكيك؛
- التشجيع الضريبي المناسب عن طريق الاعفاءات لأرباح وعوائد الأوراق المالية الناتجة عن عمليات التصكيك.

¹ بالاعتماد على:

- محمد جعفر هني وأحمد مدانيا، " التصكيك الاسلامي كآلية لتمويل قطاع الإسكان في الجزائر"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5،6 ماي 2014، ص: 18-20.

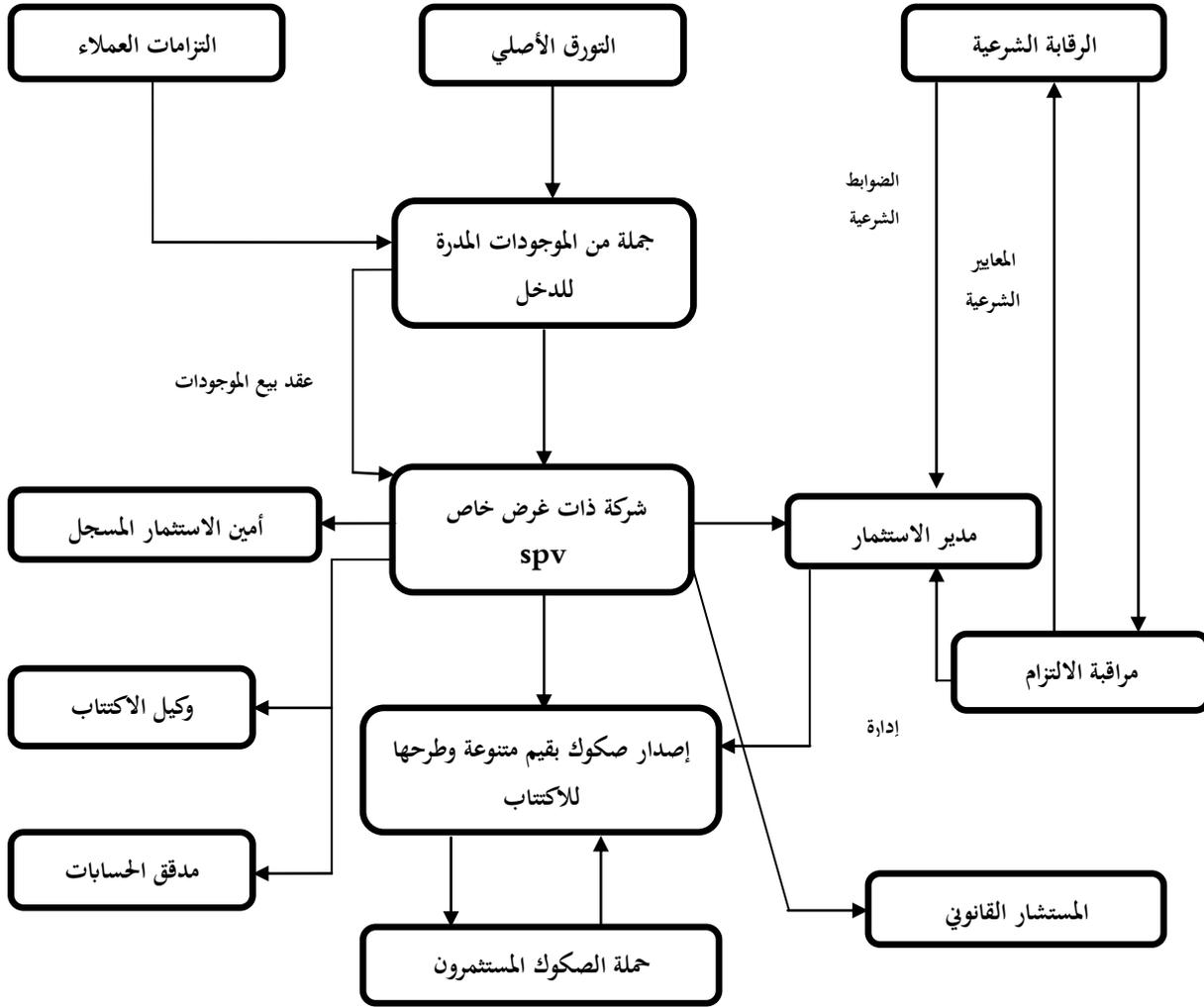
- سليمان ناصر وربيعه بن زيد، " الصكوك الاسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى امكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5،6 ماي 2014، ص: 7، 8.

² فتح الرحمان علي محمد صالح، " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، بحث مقدم في: منتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، يوليو 2008، ص: 14.

- عرض المنتجات المالية: يتم عرض الصكوك وفق إعلان توافق الجهة الرقابية على صيغته والبيانات التي يتضمنها كاسم الجهة المصدرة، نوع الصكوك المعروضة، سعر الصك، مكان الاكتتاب ومدته شروط العرض والضمانات المطلوبة.
- نشر الإعلان: يجب نشر الإعلان في صحيفتين يوميتين محليتين مرتين على الأقل خلال مدة لا تقل عن خمسة أيام قبل تاريخ بدء الاكتتاب.
- الاكتتاب في المنتجات المالية: يعين منشئ المنتج المالي الجهات التي تتولى الاكتتاب كالبانوك مثلاً وفق شروط وقواعد محددة مسبقاً لتقوم بدورها بالترويج للصكوك وجذب المستثمرين باستخدام مختلف وسائل الاعلام والاتصال.
- مرحلة إدارة محفظة المنتجات المالية: بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم شركة التصكيك بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الاصدار وذلك من خلال:
 - استلام الشركة لحصيلة الاكتتاب من مستشار الطرح لسداد القرض للمؤسسة المالية مالكة الأصل،
 - قيام شركة التصكيك بتحصيل العوائد والأقساط وتسليمها لأمين الحفظ لتوزيعها على حملة الصكوك، بالإضافة إلى توفير الخدمات التي تحتاجها المحفظة؛
- مرحلة إطفاء المنتجات المالية: وذلك عند انتهاء أجل استحقاق الأوراق الصك يتم:
 - دفع قيمة الصكوك الاسمية في التواريخ المحددة في نشرة الاصدار؛
 - وفي حالة تعذر استرجاع كامل الأقساط أو العوائد تقوم الجهة الضامنة بالسداد للمستثمرين.

وسيتم توضيح بعض آلية عملية الإصدار في الشكل الموالي:

شكل رقم (06): آلية إصدار الصكوك



المصدر: مُجَدِّ البلتاجي، "صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، القاهرة،

14 مارس 2012، ص: 06.

الفرع الثالث: الأطراف المشتركة في عملية الإصدار

يحكم أطراف عملية الإصدار إطار شرعي واضح مدعوم بفتوى تبين السلامة الشرعية للإصدار كما تربطهم علاقات قانونية واضحة من شأنها تنظيم عمل كل طرف وتحديد مسؤولياته وواجباته موثقة في نشرة الإصدار الخاصة بالصكوك، ويتمثل أطراف عملية الإصدار في:¹

- **مصدر الصك:** (جهة الإصدار) قد يكون شركة أو مؤسسة مالية أو حكومة أو أفراد يستخدمون حصيلة الاكتتاب بصفة شرعية، يكفلون بتنظيم عملية الإصدار وقد ينوب عنهم في ذلك مؤسسة مالية ذات غرض خاص مقابل أجر أو عمولة تتحدد في نشرة الإصدار.

- **وكيل الإصدار:** هو مؤسسة مالية وسيطة تتولى عملية الإصدار وتتخذ الإجراءات اللازمة نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار، ويجمع بين المصدر ووكيل الإصدار عقد وكالة بأجر يتكفل من خلالها ب:

● تقديم النصح والمشورة بشأن حجم الإصدارات والتوقيت المناسب لها وعن وسائل التمويل البديلة والأكثر ملاءمة؛

● القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للأوراق المالية المطلوبة من هيئة الأوراق المالية بعد التحقق من كافة البيانات؛

● الاتصال بجمهور المتعاملين (مستثمرين ووسطاء) لمعرفة اتجاه الطلب وحجمه والتنبؤ باتجاه الأسعار.

- **مشتري الصك:** (حملة الصكوك) قد يكون بنكاً، مؤسسة مالية محلية أو عالمية، أفراداً يتمتعون بمعدلات سيولة مرتفعة ما يدفعهم إلى استثمارها في شراء الصكوك، وذلك بهدف استغلال هذه السيولة لتحقيق عوائد مجزية مقارنة بالفرص الاستثمارية الأخرى المتاحة، وفي المقابل تمكن حاملها من الانسحاب ببيع الصكوك وقت الحاجة إذا ما كانت قابلة للتداول.

- **مدير الاستثمار:** هو المتكفل بأعمال الاستثمار يعينه المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لشروط نشرة الإصدار.

- **أمين الاستثمار:** هي مؤسسة مالية وسيطة تتولى حماية حقوق حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، تحتفظ بالوثائق والضمانات اللازمة لذلك على أساس عقد الوكالة بأجر ووفق شروط نشرة الإصدار.

¹ بالاعتماد على:

- أحمد النجار، مرجع سابق، ص: 04.

- أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 58، 59.

- وكالات التصنيف العالمية: تختص هذه الوكالات بتصنيف الإصدارات في الأسواق المالية وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، من أهمها Moody and Fitch, Standard and Poor's، كما توجد وكالات تصنيف إسلامية تقدم زيادة على ذلك خدمة الجودة الشرعية مثل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA مقرها البحرين، والوكالة الماليزية للتصنيف RAM.

المطلب الثاني: آلية تداول المنتجات المالية في السوق المالي

الفرع الأول: أشكال تداول المنتجات المالية الإسلامية

آلية التداول هي عملية بيع الأسهم بعد إصدارها وتتم في السوق الثانوية، ولا يمكن لمالك السهم بيعه بأكثر من قيمته الاسمية إلا بعد مرور سنة مالية كاملة على الشركة الجديدة ونشر حساب الأرباح والخسائر ليتمكن فيما بعد من بيعه بقيمته السوقية، ويتم انتقال حصة السهم من البائع إلى المشتري بإحدى الطرق الآتية:¹

- **التسجيل:** هي الطريقة التي يتم بها تداول الاسهم الاسمية، حيث يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات، وفي الوقت نفسه يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة ويوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة عن التنازل.
- **الحيازة الفعلية:** إذا ما كانت الاسهم لحاملها، حيث تنتقل ملكيتها بمجرد الحيازة الفعلية للسهم وذلك لأن اسم المالك غير مكتوب عليها.
- **التظهير:** وهذه الطريقة يتم بها تداول الاسهم لأمر، حيث يكتب البائع اسم المشتري على ظهر السهم لنقل ملكيته إليه دون الرجوع إلى الشركة المصدرة.

الفرع الثاني: أنواع وأساليب التداول

1. أنواع التداول: هناك أنواع متعددة لعمليات التداول أهمها:²

- **البيع والشراء التام والفوري:** (التداول اليومي) وهو الشراء والبيع لعدة مرات في اليوم وتحقيق أرباح معتبرة في نهاية اليوم تعوض المتداول عن وقته وجهده، ويتم فيه النقل التام لملكية الورقة المالية من البائع إلى المشتري في الوقت الطبيعي لتنفيذ التسوية، وذلك بهدف توفير السيولة اللازمة لاستمرارية السوق وتحقيق الكفاءة، ويرجع انتشار التداول اليومي في السنوات الأخيرة إلى:

- انتشار شبكات الاتصال وشبكات الحاسب الآلي مما يتيح للمتداول إمكانية التداول من أي مكان؛
- انخفاض تكلفة التداول وبالتالي تقليص مقدار العمولة عن كل عملية؛
- ظهور بعض القوانين التي تساعد المتداولين على تقليص الوقت والجهد؛
- تطور نظام الإعلام لعرض الأسعار وحالة العرض والطلب والكمية المتوفرة في كل حالة.

¹ شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق: ص: 104.

² بالاعتماد على:

- محمد يسر برزنيه وحفيظ أبريك، مرجع سابق، ص: 9، 10.

- فهد عبد الله الحويطي، " المال والاستثمار في الاسواق المالية"، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، الطبعة الثانية، 2006، ص: 109،

- البيع والشراء في وقت لاحق: ويتم فيه نقل الملكية في وقت لاحق عن الوقت الطبيعي لتنفيذ التسوية.
 - البيع بغرض إعادة الشراء: ويتضمن ذلك عمليتين مترابطتين: الأولى يتم فيها بيع الأوراق المالية والثانية إعادة شرائها بعد وقت محدد وبسعر آخر.
 - البيع بغرض إعادة الشراء بالطريقة التقليدية: حيث يتم تسجيل حركة واحدة تضم عملية البيع وعملية إعادة الشراء، وهي عملية رهن واضحة لا ينتج عنها نقل ملكية الأوراق المالية.
 - البيع والشراء بدون دفع القيمة: تتضمن عدة حالات كأن يكون البائع والمشتري هما نفس الشخص مع وجود محفظتين لدى سمسارين مختلفين، أو في حالة منح قيمة الأوراق المالية في شكل تسهيلات ائتمانية بدل النقد.
2. أساليب التداول: يتم تداول الأدوات المالية في السوق الثانوية باستخدام أحد الأسلوبين:¹
- أسلوب التفاوض: حيث يقوم كل وسيط بإعلان اسعار العرض أو الطلب ليتم التفاوض على أساسها للوصول إلى السعر الذي تتم به الصفقة.
 - أسلوب المزاد العلني: والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

الفرع الثالث: طرق تداول المنتجات المالية

- على من يرغب في استثمار أمواله في بيع أو شراء الأوراق المالية معرفة الطريقة المناسبة لذلك، حيث يمكن التمييز بين طريقتين هما:²
1. البنك: يتوجه المستثمر إلى البنك الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه التعليمات بشراء الأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها، ليقوم البنك بكافة الإجراءات اللازمة نيابة عن العميل لكن في حدود تعليماته.
 2. السمسار: حيث يتصل المستثمر بأحد بيوت السمسرة المختصة ببيع وشراء الأوراق المالية بما في ذلك من اختيار السمسار الكفاء لهذه المهمة ويتسم بالأمانة والسمة الطيبة، وفي كلتا الحالتين يتكفل العميل بتقديم الأوامر سواء للبنك أو السمسار حول:
 - تحديد الورقة المالية المطلوب تداولها: وذلك بتعيين الاسم الصحيح لها كما ورد في لائحة الأسعار في البورصة، وتحديد نوع الورقة موضوع العقد (سهم، سند، حصص تأسيس)؛
 - تحديد كمية الأوراق المالية المطلوب تداولها والسعر الذي يرغب التعامل به، وذلك لتحديد نوع الأوامر الواجب تقديمها لتحقيق التوظيف الأمثل وعوائد مجزية.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص: 28.

² شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 70، 71.

المطلب الثالث: آلية إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي

الفرع الاول: أنواع ونماذج عمليات الإيداع والتسوية

1. أنواع عمليات التسوية: يتحدد نوع عمليات التسوية بين إجمالية وصافية تبعا لطبيعة المقاصة التي تسبقها، وآنية أو متراخية على حسب الفرق بين مدة التنفيذ والتسوية، كما هو مبين في الجدول الموالي:

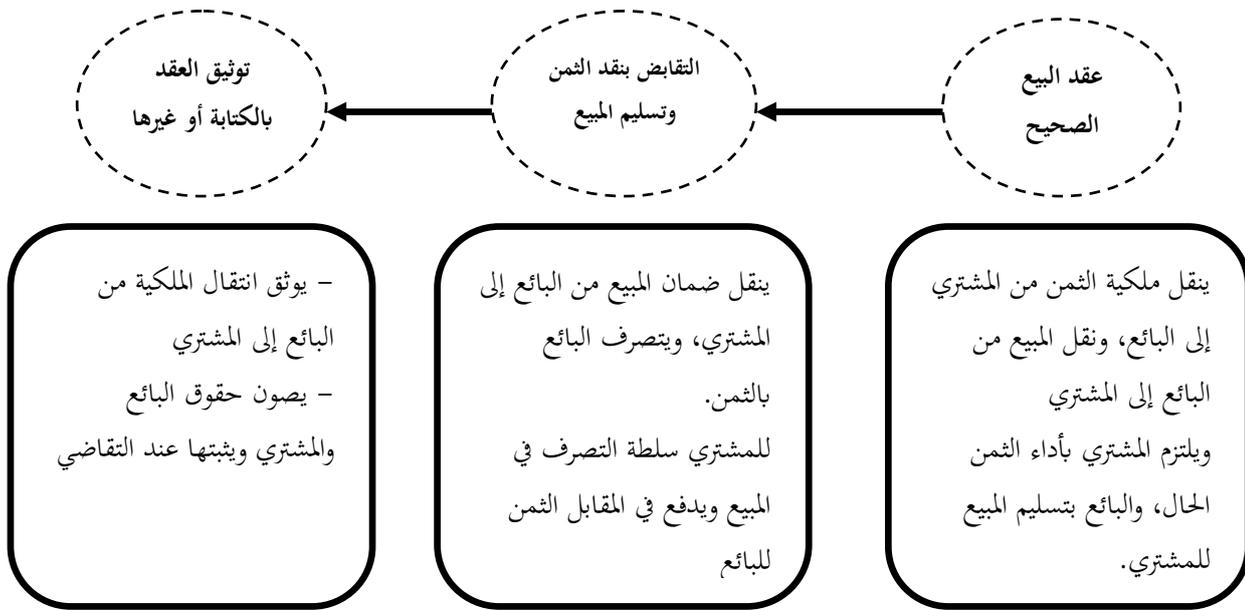
جدول رقم(04): أنواع عمليات التسوية

نوع التسوية	إجمالية	صافية
آنية	تتم أثناء اليوم (آنيا) أو مع تأخير بسيط لكل صفقة على حد، وتستخدم عادة لتسوية الصفقات ذات المبالغ الكبيرة	لا يمكن تصفيتهما إلا بوجود فارق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية لتتراكم عدد من الصفقات
متراخية	تسوية في نهاية كل يوم لكل صفقة على حد.	تتم التصفية في الغالب في نهاية اليوم، مع إمكانية حدوثها خلال أوقات متقطعة في اليوم.

المصدر: محمد يسر برنيه وحفيظ أبريك، "قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية"، بحث مقدم في: الاجتماع السنوي التاسع للجنة العربية لنظم الدفع والتسوية، صندوق النقد العربي، ص: 8، 9.

2. آلية عملية التسوية: بعد تمام عملية البيع والشراء يتم انتقال ملكية الثمن والمثمن إلى البائع والمشتري، على أن يتم توثيق العملية بكل وسائل الإثبات المعروفة، وذلك بهدف استقرار الملكية وحفظ الحقوق لأصحابها، خاصة في حالة التقاضي وفض النزاعات، وقد أقرت الشريعة الإسلامية ضرورة التوثيق في العقود لتفادي الوقوع في الخصومات وتجنب المحاذير الشرعية، كما تجدر الإشارة هنا إلى مفهوم القبض في البيع والشراء، حيث يُعرف بأنه حيازة الشيء والتمكن منه، وهنا يوجد نوعين من القبض: قبض حكومي (حيازة الوثائق التي تثبت الملكية)، والقبض الفعلي وهو التسليم وتناول الشيء باليد بمعنى التخلية. وسيتم توضيح آلية انتقال الملكية واستقرارها وتوثيقها من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم(07): آلية انتقال الملكية واستقرارها وتوثيقها



المصدر: محمد بن ابراهيم السحيباني، "آليات نقل الملكية في الأسواق المالية"، بحث مقدم في: مجلة دراسات اقتصادية اسلامية، المجلد الرابع عشر،

العدد 01، 1428هـ، ص: 68.

3. نماذج عمليات التسوية: تختلف نماذج عمليات التسوية حسب حجم العملية في مقابل الدفعات، فيمكن أن تسوى العملية بشكل منفرد والدفعات على أقساط أو بشكل مجمل، أو أن يسوى كلاهما بشكل مجمل على النحو التالي:

شكل رقم(08): نماذج عمليات التسوية



المصدر: محمد يسر برنيه وحفيظ أبريك، " قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية"، بحث مقدم في: الاجتماع السنوي التاسع للجنة العربية لنظم الدفع والتسوية، صندوق النقد العربي، ص: 14.

الفرع الثاني: مراحل عملية الإيداع والتسوية والأطراف المشتركة فيها

تمر عملية إيداع وتسوية الاصدارات في السوق المالي بعدة مراحل وتحت متابعة وإشراف مختلف الأطراف، وذلك من خلال:

1. فتح الحساب: يقوم العميل بفتح حساب لدى أحد سماسرة الأوراق المالية وأشهرها:¹

- **حساب النقد:** حيث يدفع صاحب حساب النقد كامل قيمة صفقة الشراء ويستلم كامل قيمة صفقة البيع، وقد يسمح السمسار لصاحب الحساب بتسديد كامل المبلغ إلى حساب العميل بعد إشعاره بتنفيذ أمر الشراء خلال مدة تصل إلى ثلاثة أيام في ظل بعض أنظمة التسوية، كما قد يتأخر السمسار في تحويل المبلغ إلى حساب العميل البائع في حدود نفس الفترة والعمل جار على تقليصها إلى يوم واحد، ويعتبر هذا النوع من الحسابات الأسهل في التعامل مع الأسهم لتوضيحه ما للمستثمر من مال وما عليه ولا تنتج عليه فوائد ربوية وهو بذلك أقرب للتعامل بطريقة شرعية.

- **حساب الهامش:** الهدف من فتح هذا الحساب هو الزيادة في القدرة الشرائية للمستثمر بحيث يحق له دفع بعض قيمة الصفقة واقتراض الباقي من السمسار مقابل رهن ما لديه من أوراق مالية، ليرفع بذلك من قدرته الربحية وفي المقابل من خسارته التي يمكن التعرض لها جراء الاقتراض بالفائدة، ونتيجة لذلك يعد التعامل بهذا الحساب غير جائز شرعا لاحتوائه على عنصر الربا المحرم.

2. **طلب تنفيذ الأمر:** حيث يطلب العميل تنفيذ أمر بيع أو شراء أيا كان نوعه مع ضرورة تحديد شروط تنفيذه من حيث الكمية والوقت وغيرها وكذا المعلومات الواجب توفرها كاسم العميل ورقم حسابه إسم الورقة المالية ورمزها وسعرها...

3. **إرسال الأمر إلى السوق:** بعد التأكد من صحة معلومات الأمر يقوم السمسار بإرساله إلى أحد الأسواق المالية إلكترونيا وتختلف آلية التنفيذ من سوق لآخر.

4. **تنفيذ الأمر:** يتم تنفيذ الأمر من قبل السوق المالي وفق قواعد التعامل التي تحكم تلك لسوق وشروط العميل المحددة في الأمر، أما في حالة عدم التنفيذ يتم إشعار العميل بذلك حتى يتمكن من اتخاذ الاجراءات اللازمة والقرار المناسب.

¹ بالاعتماد على:

- فهد عبد الله الحويمي، مرجع سابق، ص: 98.

- محمد يسر برنیه وحفيظ أبريك، مرجع سابق، ص: 07.

5. **تسجيل معلومات الصفقة:** في حالة تنفيذ الصفقة يرسل السوق تقريراً إلى السمسار بهدف إبلاغ العميل وتحديث حساباته وإلى شركة المقاصة لإجراء المقاصة والتسوية.
6. **المقاصة:** يقصد بها جميع الاجراءات المتعلقة بحساب التزامات الاطراف المشتركين في الصفقات تمهيدا لتسويتها، وتتم العملية بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر العميل أحد أعضائها أو من خلال نظام تابع للسوق المالي نفسه وذلك لتحديد ما إذا كان السمسار مسلماً أو مستلماً للأوراق المالية محل التعامل.
7. **التسوية:** يقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع بعد توثيق نقل الملكية وذلك بالتعاون مع شركة المقاصة وحافظ الأوراق المالية ونظام المدفوعات النقدية، بالإضافة إلى مطابقة أوامر البيع والشراء يتم توزيع أو تخصيص العمليات واستبدالها إلى جانب تحديد الحقوق والواجبات المترتبة على عمليات البيع والشراء ونقل الملكية.

شكل رقم(09): مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة



المصدر: محمد بن ابراهيم السحيباني، "آلية نقل الملكية في الأسواق المالية"، بحث مقدم في: مجلة دراسات إسلامية، المجلد الرابع عشر، العدد 01، ص:

جدول رقم(05): الوظائف المرتبطة بالتسوية والمؤسسات المالية المشتركة فيها

الوظيفة	الجهات التي يمكن أن تقوم بالوظيفة
- فتح ومسك حسابات العملاء	<ul style="list-style-type: none"> • السمسار • مركز الإيداع • البنوك
- إرسال الأوامر للسوق	<ul style="list-style-type: none"> • السمسار • العميل (عبر شبكة السمسار)
- تنفيذ الصفقات (مطابقة أوامر البيع والشراء، تسجيل معلومات الصفقات)	<ul style="list-style-type: none"> • السوق المالية (البورصة) • السوق المالية (شبكة إلكترونية) • تجار الأوراق المالية • السماسرة
- المقارنة مع الطرف المقابل	<ul style="list-style-type: none"> • السماسرة والتجار (من خلال الاتصال المباشر فيما بينهم) • شركات المقاصة • السوق المالية (في حالة ربط معلومات الصفقات)
- المقاصة (تصفية الدائنية والمديونية)	<ul style="list-style-type: none"> • السوق المالية • البنك المركزي • شركة المقاصة • حافظ الأوراق المالية
- تسوية المبالغ النقدية (التحويل بين الحسابات)	<ul style="list-style-type: none"> • نظام مدفوعات البنك المركزي • نظام مدفوعات خاص
- حفظ الأوراق المالية وإدارتها (تحديث قاعدة بيانات الملاك، توزيع المعلومات، التقارير والأرباح)	<ul style="list-style-type: none"> • شركة المقاصة • مركز الإيداع • حافظ مستقل • السمسار • البنوك

المصدر: محمد بن ابراهيم السحيباني، "آلية نقل الملكية في الأسواق المالية"، بحث مقدم في: مجلة دراسات إسلامية، المجلد الرابع عشر، العدد 01، ص:

الفرع الثالث: تطور عمليات الإيداع والتسوية

1. مستقبل آليات التسوية

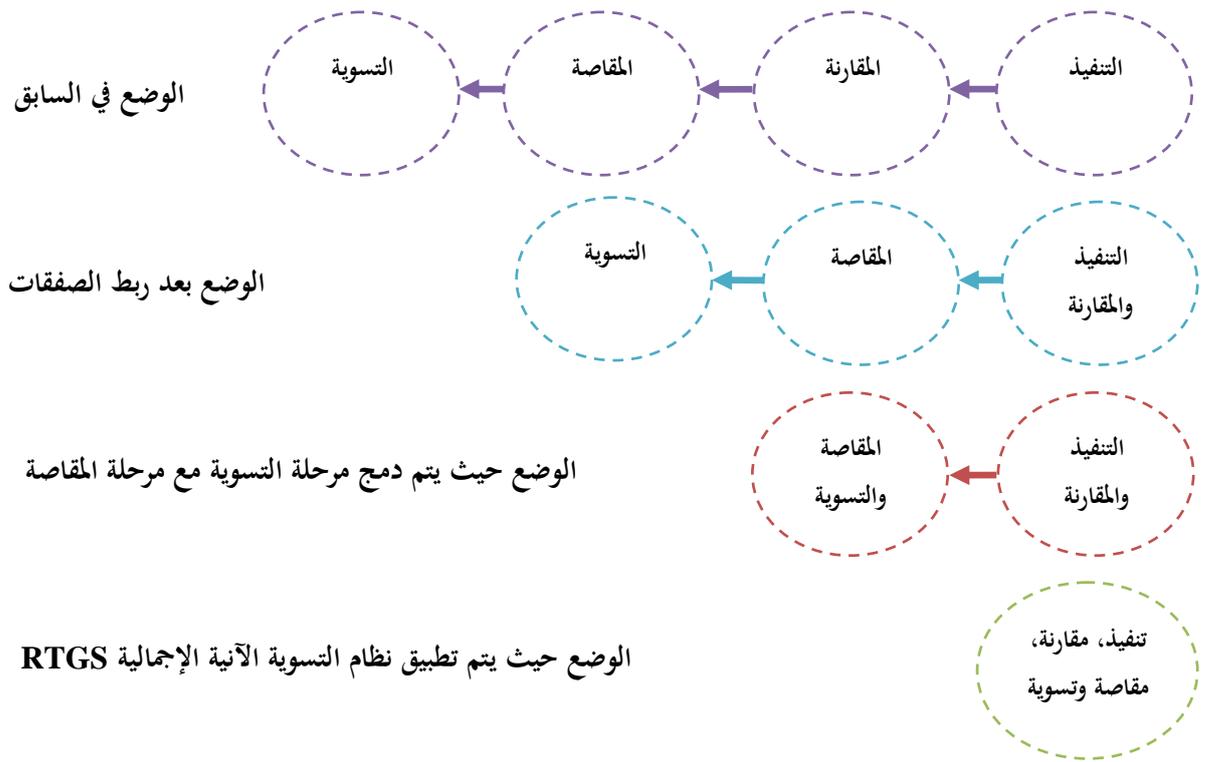
في ظل تحرير التجارة الخارجية وتطور تقنيات الاعلام والاتصال الأمر الذي أحدث تغييرات هيكلية في آليات تسوية الصفقات في الاسواق المالية، ومن أهم هذه التغييرات ما يلي:

- **تقليل الفترة بين التنفيذ والتسوية إلى T+1** (الاقتراب من التسوية الآنية): في ظل تزايد عدد الصفقات وقيمتها تزايدت مخاطر التسوية وسعيًا لتقليل هذه المخاطر يستوجب تقليل الفترة بين تنفيذ الصفقة وتسويتها، وهذا ما يتطلب مواكبة التقنيات الحديثة والمهارات للمعالجة المتكاملة للصفقات؛
- **ربط الصفقات:** يقصد به التوسع في استخدام نظم التداول الالكترونية لمقارنة معلومات الصفقات من ثم تسويتها وهذا ما يوفر الجهد على السمسار وشركة المقاصة؛
- **الايداع المركزي للأوراق المالية:** ويعني حفظ الاوراق المالية في شكل حسابات أو شهادات في مكان واحد ليمت نقل الملكية من خلال التحويل بين حسابات أطراف الصفقة بواسطة حافظو الأوراق المالية لتقليل الحاجة الى التسليم الفعلي لها؛
- **الطرف المقابل المركزي:** وتعني قيام شركة المقاصة بأخذ مكان المشتري في حالة البيع ومكان البائع في حالة الشراء كطرف مقابل في كل صفقة، وهذا بهدف ضمان تسوية الصفقة وتقليل المخاطر الائتمانية المتعلقة بها بالإضافة إلى تنميط العملية مما يقلل من تكلفتها؛
- **الاعتماد على معايير دولية موحدة لتبادل المعلومات:** من خلال دعم النمط القياسي للتراسل بين مديري المحافظ الاستثمارية والسماسرة والتجار فيما يتعلق بالأوامر وتنفيذها، وهذا بهدف توحيد لغة التخاطب وتسريع معالجة البيانات.

2. تطور آليات التنفيذ والتسوية:

وبهدف الوصول إلى مرحلة التسوية الآنية وتقليص الفترات الزمنية بين خطواتها، تم الاعتماد على تكنولوجيا المعلومات وأحدث وسائل الاتصال لتحقيق ذلك خاصة مع زيادة حجم المعاملات وتنوع الأدوات مع مراعاة حقوق والتزامات مختلف الأطراف، حيث تطورت عملية التسوية عبر المراحل التالية المبينة في الشكل الآتي:

شكل رقم(10): التطور في آليات التنفيذ والتسوية



المصدر: محمد بن ابراهيم السحيباني، "آلية نقل الملكية في الأسواق المالية"، بحث مقدم في: مجلة دراسات إسلامية، المجلد الرابع عشر، العدد 01،

ص: 95.

المبحث الثالث: الاحكام الشرعية لإدماج المنتجات المالية في السوق المالي

تتوقف عملية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي على عدة متطلبات منها ما يتعلق بالجانب التشريعي وأخرى بالجانب الفني والتقني وأهم ما في ذلك الجانب الشرعي الذي يضمن المصادقية الشرعية للمنتجات المالية، حيث تتولى هيئات الفتوى والرقابة الشرعية الاشراف على عمليات الإدماج ومتابعة مستجدات الهندسة المالية الإسلامية سعياً منها لتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية وتحقيق الهدف من ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية وهو تنمية المال وتثمينه بطريقة شرعية تلي رغبات جمهور المتعاملين؛

والحكم عن الشيء فرع عن تصوره، فالطريقة التي يتم بها إدماج المنتجات المالية التقليدية لا تتناسب من حيث مبنائها ومقصدتها الشرعي مع مقاصد الشريعة الإسلامية، حيث تهدف هذه الأخيرة إلى حفظ الكليات الخمس (الدين، النفس، العقل، النسل والمال) كهدف أعلى من ثم وضع بعض القواعد الفقهية والضوابط الشرعية لتصفية ما يناسب المجتمع المسلم من أوليات في الاستثمار ويحفظ أمواله من جانب الوجود والعدم وسيتم في هذا المبحث بيان الحكم الشرعي لجميع مراحل الإدماج سعياً منا للاستفادة أكثر من إفرزات الهندسة المالية وتحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المالية:

المطلب الأول: حكم إصدار المنتجات المالية في السوق المالي
المطلب الثاني: حكم تداول المنتجات المالية في السوق المالي
المطلب الثالث: حكم إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي

المطلب الأول: حكم إصدار المنتجات المالية في السوق المالي

الفرع الأول: حكم إصدار الأسهم والسندات

1. حكم إصدار الأسهم: ولبیان الحكم الشرعي لإصدار السهم بأنواعها يستوجب وضع إطار عام من مبادئ

الشريعة الإسلامية تندرج ضمنه جميع الأسهم المباحة لأن الأصل في المعاملات الإباحة أما ما يتعارض مع

هذه المبادئ فتعتبر غير مقبولة، ومن أهم هذه المبادئ ما يلي:

- الأسهم العادية: إصدار الأسهم العادية جائز شرعا ويستمد ذلك من جواز شركة المساهمة مادام الغرض

الذي أنشئت لأجله مشروعاً وغير محرم أو ربا وغيرهم.....وأدلة ذلك:¹

● أن للأسهم حقها من الربح ونصيبها من الخسارة ولا شيء فيها من الربا وشبهته؛

● أن أركان الشركة من إيجاب ممثلاً في طرح الشركة أسهمها للاكتتاب والقبول المعبر عنه بإقدام المستثمر

شراء الأسهم المصدرة متوفرة في شركة المساهمة، كما للمساهمين الحق في اختيار مجلس إدارة ينوب عنهم

في إدارة الشركة؛

● جواز قسمة رأسمال الشركة إلى أسهم، لمعرفة قيمة كل سهم ونصيب كل شريك في رأس المال وفي

الأرباح؛

● جواز تفاوت حصص الشركاء كل حسب مساهمته في رأس المال الشركة في الفقه الإسلامي.

- الأسهم الممتازة: على حسب قرار مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي في دورته السابعة: " لا يجوز

إصدار أسهم ممتازة ولها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها

عند التصفية، أو توزيع الأرباح، ويجوز إعطاء بعض الأسهم خصائص تتعلق بأمر إجرائية أو إدارية"،

وأدلتهم في ذلك:²

● أن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم مال أو عمل زائد يستحقون عليه التفضيل؛

● أن النسبة الثابتة من أرباح الأسهم الممتازة تعتبر من قبيل الربا لأنها بلا مقابل وغير مرتبطة بنتيجة

الاستثمار لقوله ﷺ: " لا ضرر ولا ضرار"؛

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 148، 149.

² المرجع السابق، ص: 150-152.

● أن الشركة تقوم على المخاطرة والنتيجة إما ربح أو خسارة، والخسارة تكون على صاحب المال، فإذا ما تم ضمان استرجاع قيمة الاسهم الممتازة أو الاسبقية في الاسترجاع عند التصفية فإن ذلك مخالف للعدل ومنافي لمفهوم الشركة في الفقه الاسلامي.

2. حكم إصدار السندات: تمثل السندات في حقيقتها العرفية قرضا وهي كذلك في القوانين الوضعية التي شرعت لها، كما ينطبق عليها معنى القرض في حقيقته الشرعية والمقصود هنا القرض الذي يجر نفعاً مشروطاً في العقد وهذا محرم في الشريعة الإسلامية بدليل:¹

- الآيات الواردة في تحريم الربا في قوله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا ذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين" سورة البقرة، الآية "278"، وقوله تعالى: " وأحل الله البيع وحرم الربا" سورة البقرة، الآية "275"؛

- الأحاديث الواردة في تحريم الربا كما جاء في قوله ﷺ في حديث عبادة بن الصامت رضي الله عنه: "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، سواء بسواء، يدا بيد، فإذا اختلفت هذه الأصناف فبيعوا كيف شئتم إذا كان يد بيد؛

وعن عبادة بن الصامت رضي الله عنه قال: سمعت رسول الله ﷺ: " ينهى عن بيع الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، إلا سواء بسواء، عينا بعين، فمن زاد أو ازداد، فقد أربى" صحيح مسلم؛

- أجمع أهل العلم على عدم جواز القرض الذي يجر نفعاً وأن ذلك من قبيل الربا الذي حرمه الله ورسوله، سواء دفعت هذه الزيادة عند سداد القرض أم على أقساط أو سنويا وغير ذلك، أو كانت تمثل نسبة من أصل القرض أو خصما منه، لأن في ذلك أكل لأموال الناس بالباطل.

¹ مبارك بن سليمان بن آل سليمان، مرجع سابق، ص: 211-222.

الفرع الثاني: حكم إصدار الصكوك

حيث تنص المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنه:¹

- يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية؛
- يجوز تصكيك الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات وذلك بتقسيمها الى حصص متساوية، إلا أن تكون ديونا في الذمة فلا يجوز إصدارها بغرض تداولها؛
- يترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الأصلي، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك؛
- طرفا عقد إصدار الصكوك هما المصدر والمكتتبون فيها، وتحدد العلاقة بينهم وفق نوع العقد وصفته الشرعية، حيث ان المصدر لها هو البائع والمكتتبون فيها هم المشترين أما حصيلة الاكتتاب فتمثل ثمن أو تكلفة الشراء، وتختلف فيما بينها من حيث:
- **صكوك الاستثمار:** وتكون ملكية حملة الصكوك للأعيان (المؤجرة أو الموعود بتأجيرها) أو المنافع (الموجودة أو الموصوفة في الذمة) أو الخدمات على أساس الشيوخ والمشاركة فيم بينهم في الغنم والغرم.
- **صكوك السلم والاستصناع:** يملك حملة الصكوك سلعة السلم أو الاستصناع ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع السلعة في السلم أو الاستصناع الموازي إن وجدا.
- **صكوك المراجعة:** يملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها.
- **صكوك المشاركة:** تختلف صكوك المشاركة من حيث أن المصدر لها هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون فيها هم الراغبون في المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، ويستحقون حصتهم في أرباح الشركة إن وجدت.
- **صكوك المضاربة:** المصدر للصكوك هو المضارب والمكتتبون فيها هم أرباب المال، أما حصيلة الاكتتاب فهي رأسمال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح ويتحملون الخسارة إن وقعت.
- **صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لها هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل باستثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الموجودات بغنمها وغرمها.

¹ المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، النامة، نوفمبر 2017، ص: 477، 472.

- صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة: قد يكون المصدر لهذا النوع من الصكوك هو المالك للأصل أو لمنافعه، والمكاتبون فيها هم العاملون عليه وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العمل، وقد يكون المصدر هو صاحب العمل والمكاتبون هم أصحاب الأرض، أما عائد حملة الصكوك فهي الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض و/أو الشجر.
- ينظم عقد إصدار الصكوك العلاقة بين الطرفين المصدر والمكاتب، وتترتب عليه آثار من حقوق والتزامات بمجرد انعقاده؛
- يمثل الاكتتاب في الصك صيغة الإيجاب أما القبول فيتمثل في موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا تم التصريح بذلك علنا؛
- تعتبر نشرة الإصدار بمثابة الدعوى التي يوجهها المصدر إلى المكاتبين، وتتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المتعاملين، ونوع العقد الأصلي وشروطه، مع ضرورة النصّ على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية ووجود هيئة رقابة شرعية، وكيفية استثمار حصيلة الصكوك؛
- يجوز أن تتعهد الشركة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك على أساس الوعد الملزم وذلك دون عمولة؛
- يمكن إصدار الصكوك لآجال مختلفة أو دون أجل حسب طبيعة العقد، كما يجوز تنظيم طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو التقليل منها مثل: صندوق التأمين الإسلامي بمساهمة حملة الصكوك، أو التأمين التكافلي.

الفرع الثالث: حكم إصدار أدوات سوق النقد

يختلف الحكم الشرعي للتعامل بالأدوات قصيرة الأجل التي يتم إصدارها في السوق النقدية حسب نوع الأداة وآليتها، لذا يمكن التمييز بين:¹

1. **حكم إصدار أذونات الخزينة:** بما أذونات الخزينة هي سندات تلتزم الحكومة بدفع قيمتها آجلا لمن يدفع ثمنها حالا لتمويل نفقاتها الحالية، إذن فهي لا تخرج من أحد الوصفين:

- **قرض بفائدة:** بين الحكمة والمستثمرين، وتكمن الفائدة في الفرق بين قيمة الأذونات عند البيع وقيمتها عند تاريخ الاستحقاق؛

- **بيع نقد بنقد:** أي دفع نقد مؤجل (عند تاريخ الاستحقاق) بنقد حال (عند تسليم الثمن وقت العقد).

وعليه فإن إصدار أذونات الخزينة محرم شرعا وذلك لسببين:

- أن القاعدة الفقهية تقول: "أن كل قرض جر نفعاً فهو ربا" والفائدة في الوصف الأول من قبيل الربا؛

- اشتغالها على ربا النسيئة لوجود التأجيل في أحد العوضين، وriba الفضل لعدم تحقق التماثل بين العوضين) نقود مؤجلة أكثر من النقود الحال)، كما جاء في قول أبي سعيد: ابصرت عيناى وسمعت أذناى رسول الله ﷺ يقول: "لا تبيعوا الذهب بالذهب، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلا بمثل، ولا تشقوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلا بمثل، ولا تشقوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا غائبا بناجز" صحيح مسلم.

2. **حكم إصدار شهادات الإيداع:** شهادة الإيداع تُقدم مقابل ودیعة لأجل من قبل المصرف، وهي في

حقيقتها الشرعية قروض تتضمن إذنا صريحا أو عرفيا بالتصرف فيها وتعتبر دينا على البنك

3. وفي ضمانته لأن العبرة في العقود للمقاصد والمعاني لا للألفاظ والمباني، وينطبق على شهادات الإيداع

أحكام القرض بما فيها الرد بالمثل وعدم جواز الزيادة، لذا فإن التعامل بها محظور شرعا.

4. **حكم إصدار القبول المصرفي:** حسب تعريفه وآليته يعد شكلا من أشكال الضمان لذا فحكمه من حيث

الأصل هو الجواز لجواز الضمان في الكتاب والسنة، غير أنه إذا اعتبر القبول المصرفي في بعض الأحوال أداة

للاقتراض (بفائدة) تستحق عند الخصم أو عند استرجاع أصل الدين فهذا محرم شرعا لحرمه الزيادة في الدين؛

أما إذا كان إصدار القبول المصرفي يتطلب بعض المصاريف الإدارية فتحمل هذه المصاريف على العميل فهذا

جائز شرعا على أن لا تكون لها صلة بأصل القرض وأجله.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 26-32.

المطلب الثاني: حكم تداول المنتجات المالية في السوق المالي

الفرع الأول حكم تداول الأسهم والسندات

1. حكم تداول الأسهم: السهم مقبول للتداول من وجهة نظر الشريعة الإسلامية لأنه لا يعدو أن يكون شهادة ملكية ووسيلة لإثباتها، لكن الإسلام يمانع من التعامل بالسهم التفضيلي أيا كان نوعه لأنه يخل بقاعدة المساواة بين الأسهم،¹ كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي أن: "محل العقد في بيع الأسهم هو الحصة الشائعة من أصول الشركة، وشهادة السهم عبارة عن وثيقة للحق في تلك الحصة".

واستنادا إلى مفهوم السهم يمكن ذكر الأدلة القاضية بجواز تداوله ممثلة في:²

- قول الله تعالى: "وأحل الله البيع وحرم الربا" ودلالاتها جواز بيع الأسهم ما لم يرد مانع لذلك؛
- أن الأصل في العقود الإباحة إلا ما دل الشرع على تحريمه وبيع الأسهم داخل في هذا الأصل؛
- أن السهم ملك للمساهم ومن حقه التصرف فيه خاصة وأن هذا الحق مشروط في نظام الشركات ولا يخالف نص شرعي؛
- هناك قاعدة فقهية تقول أن المعروف عرفا كالمشروط شرطا، وهذا ما تعارف عليه المساهمون في الشركة من خلال نظامها وقواعدها المنصوص عليها في العقد؛
- وعن ابن قدامة رحمه الله قال: "وإن اشترى أحد الشريكين حصة شريكه منه جاز، لأنه يشتري ملك غيره"؛
- وما جاء في المجموع للنووي رحمه الله: "بعد ذكر أن المال المستحق للإنسان عند غيره نوعان: دين وعين، قال: وأما العين ضربان: أمانة ومضمون، الضرب الأول الأمانة: يجوز للمالك بيع جميع الأمانات قبل قبضها لأن الملك فيها تام، كالوديعة في يد المودع، ومال الشركة في يد الشريك أو العامل".

¹ محمد الحبيب التجكاني، "الأسس الشرعية للنشاط الاقتصادي في الإسلام"، بحث مقدم في: ندوة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية حول: البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، المملكة المغربية، أيام: 18-22 يونيو 1990، ص: 61.

² بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان بن آل سليمان، مرجع سابق، ص: 191-194.

- سيف الدين إبراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، بحث مقدم في: مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد الثالث، العدد 01، ص: 04.

2. حكم تداول السندات: ذهب عامة العلماء والباحثين المعاصرين إلى حرمة تداول السندات بناء على حرمة إصدارها وذلك بسبب اشتغالها على الربا، وبهذا صدر قرار مجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي الذي مفاده:¹

- أن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه، أو نفع مشروط محرمة شرعا من حيث الإصدار، الشراء أو التداول لأنها قروض ربوية، سواء كانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوك استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية الملتزم بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا؛
- تحرم السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسم لهذه السندات؛
- كما تحرم السندات ذات الجوائز، باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقترضين أو لبعضهم.

الفرع الثاني: حكم تداول الصكوك الإسلامية

حيث اصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية معايير تخص حكم وكيفية تداول الصكوك الاسلامية والقاضية ب:²

- يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا اكانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، وذلك بعد قفل الاكتتاب وتخصيص الصكوك، أما قبل ذلك فيجب مراعاة أحكام الصرف وأحكام التعامل بالديون؛
- في الصكوك القابلة للتداول يجوز لمصدرها أن يشتري الصكوك المعروضة عليه بعد إتمام عملية الإصدار وذلك بسعر السوق؛
- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة من طرق التداول المشروعة مثل: القيد في السجل التجاري والوسائل الإلكترونية..؛

¹ علي محي الدين القرة داغي، " أثر ديون ونفود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية- المشكلة والحلول- دراسة فقهية اقتصادية-"، المعهد الاسلامي للبحوث التدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، الطبعة الأولى، 2003، ص: 10، 11.

² المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، مرجع سابق، ص: 479، 482.

- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها من تاريخ إصدارها وتملك حملة الصكوك للموجودات إلى غاية نهاية أجلها؛
- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق أو بالسعر المتوافق عليه بين الطرفين؛
- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة وصكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارتها، فيكون الصك بذلك ممثلاً للأجرة وهي دين في ذمة المستأجر الثاني وتخضع المعاملة لأحكام التعامل بالديون؛
- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة من حاملها، بعد غلق باب الاكتتاب سواء كان ذلك بسعر السوق أو بالسعر المتفق عليه عند الاسترداد، على أن لا يكون المبلغ مؤجلاً؛
- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة، ولا صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيينها ويراعى في ذلك ضوابط التصرف في الديون؛
- يجوز إجراء إجازة موازية على عين أو خدمة بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك، بالصور المشروعة بشرط عدم الربط بين العقدين؛
- يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان الموجودة أن يبيعها ويصدر صكوكاً بذلك؛
- يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة في مدة الاستصناع، أما إذا تم إجراء استصناع موازي أو تم تسليم العين للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام الديون؛
- لا يجوز تداول صكوك السلم؛
- لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم البضاعة للمشتري، أما قبل ذلك فيجوز تداولها؛
- يجوز تداول صكوك المضاربة والمشاركة والوكالة بالاستثمار، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء التعامل بالمنافع والأعيان؛
- يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط وذلك بالنسبة لمالكي الأرض أما بالنسبة للعاملين فلا يمكنهم ذلك إلا بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر؛
- يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، سواء كان حملة الصكوك مالكيين للأرض أو ملتزمين بالغرس.

الفرع الثالث: حكم تداول أدوات سوق النقد

وعلى حسب نوع الأداة وآلية التعامل بها يختلف الحكم الشرعي لإمكانية تداولها من عدمه، لأسباب سيتم تبيانها فيما يلي:¹

1. حكم تداول أذونات الخزينة: ينظر لحامل الإذن من الناحية القانونية على أنه دائن لخزينة الدولة بقيمته

الإسمية لكن من الناحية الشرعية يعتبر دائنًا بالمبلغ الذي دفعه عند الشراء، ويعتبر الفرق بين القيمة الاسمية والثمن المدفوع عند الشراء زيادة ربوية يحرم عليه أخذها وليس له إلا رأسماله؛

وبناء على ذلك فإنه إذا باع الإذن الذي يحملة فإنما يبيع الدين الذي يمثله بأكثر من قيمته فكان ربا الفضل وهو غير جائز، والتقابض لا يكون إلا عند حلول أجل الاستحقاق فيدخل هنا ربا النسيئة وهو محرم شرعا بإجماع الفقهاء؛

ليكون بذلك تداول أذونات الخزينة بالنظر إلى واقع التعامل به محرم شرعا لاشتماله على الربا بنوعيه.

2. حكم تداول شهادات الإيداع: بالنظر إلى الغاية التي تصدر من أجلها وآلية التعامل بها فهي تمثل دينا في

ذمة البنك تجاه المودعين ولا يحق إلا عند حلول أجل الاستحقاق لذا لا يمكن بيعه قبل ذلك وبأقل من قيمته لأن ذلك من قبيل ربا النسيئة الذي نص الحديث الشريف على تحريمه.

3. حكم تداول القبولات المصرفية: تعد القبولات المصرفية مجرد ضمان يقدمه البنك لعملائه ولا يمكن تداوله

ولا يمثل حقا وإنما هو وسيلة تنتهي صلاحيتها بانتهاء الغرض الذي خصصت له.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 27-30.

المطلب الثالث: حكم إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي

تمر عملية الإيداع والتسوية في السوق المالي بعدة مراحل غير أن للمنتجات المالية الإسلامية خصوصية في التعامل خلال هذه المرحلة حيث تخضع لمجموعة من الضوابط الشرعية التي يمكن أن ترفض أو تقبل بشروط الآلية التي تتم بها عملية الإيداع والتسوية للمنتجات المالية التقليدية كما يمكنها تقديم حلول جديدة تلائم طبيعتها، لذا سيتم من خلال هذا الطرح التطرق إلى الأحكام الشرعية لمختلف المراحل التي تمر بها عملية الإيداع والتسوية إلى غاية نقل الملكية وتسوية الحقوق والالتزامات:

الفرع الأول: حكم عملية التسوية

كما سبق من مفهوم التسوية أنه تسليم الأوراق المالية المبيعة إلى المشتري وتسليم ثمنها إلى البائع فهذا من الناحية الشرعية أمر مطلوب شرعا، إذ يعد من مقتضيات عقد البيع الذي يترتب عليه انتقال ملكية الثمن والمثمن إلى مستحقيها؛

أما الإجراءات التابعة لذلك فهي من اختصاص الجهات المسؤولة عن السوق المالي كاحتياطات التأكد من سلامة الأوراق المالية من الغش والتزوير، وضمان حقوق طرفي العقد ومراعاة مصالحهم دون إبطاء أو تأخير.¹

الفرع الثاني: حكم عملية المقاصة

بالنظر إلى ماهية المقاصة على أنها اقتطاع دين من دين وتكون في الأثمان على إحدى الحالتين:

- أن يكون الدينان من جنس واحد؛

- أن يكون الدينان من جنسين مختلفين.

وهي جائزة في كلتا الحالتين، لأنه إذا كان الدينين من نفس الجنس فالمقاصة أولى دون الحاجة للقبض ثم إعادة الدفع، وأما إن كانا من جنسين مختلفين فهي من قبيل المصارفة وهي جائزة شرعا إن تمت على أساس سعر الصرف السائد في السوق، حتى وإن تأجل أحد الدينين أو كلاهما برضى الطرفين كان ذلك ممكنا دون الوقوع في الربا.²

¹ بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 67-69.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 655-658.

² بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 69-81.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 658-661.

الفرع الثالث: حكم عملية نقل الملكية

يراد بها تحويل ملكية الأدوات المالية من البائع إلى المشتري، ويكون ذلك إما عن طريق تدوين اسم المشتري على شهادة الأداة وفي المكان المخصص، وإما بإصدار شهادة جديدة باسم المشتري، أو إصدار إشعار الملكية باسم المشتري، كما يمكن قيد ذلك في حساب للأسهم يفتحه المستثمر لدى إحدى مؤسسات الوساطة أو نحوها؛ وكل الطرق المذكورة مقبولة من الناحية الشرعية في إثبات الملكية لأصحابها، وما هي إلا وسائل تأخذ حكم القصد منها في حفظ المال من الضياع وقطع سبل النزاع، والتوثيق مطلوب شرعا كما جاء في قوله تعالى: "يا أيها الذين ءامنوا إذا تداينتم بدين إلى أجل مسمى فاكتبوه" سورة البقرة، الآية: 282.¹

¹ بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 81، 82.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 660-664.

خلاصة الفصل الثالث

تعتبر عملية الإدماج حلقة الوصل والآلية الأنسب للربط بين المتعاملين في السوق المالي سواء كانوا مدخرين أو مستثمرين، مؤسسات مالية أو هيئات حكومية، فإن ذلك يعطيها أهمية بالغة على مستوى السوق المالي والاقتصاد ككل ويفرض عليها الالتزام بجميع متطلبات الإدراج لتحقيق الكفاءة الاقتصادية في ظل المنافسة والعملة المالية والتقدم التكنولوجي فضلا عن الكفاءة الشرعية التي تعطيها مصداقية أكثر في التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية وتفتح مجالات أخرى للاستثمار باعتبارها تربط بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية للاقتصاد؛

وتمر عملية الإدماج في السوق المالي عبر عدة مراحل لتحقيق الهدف من ذلك وهو توفير التمويل المناسب بأقل وقت وتكلفة، بداية بإصدار المنتجات المالية من طرف الجهات الراغبة في الحصول على التمويل في السوق الأولي، ليتم بعدها تبادل هذه المنتجات في السوق الثانوية مع الراغبين في الاستثمار وفق سعر التوازن والكمية المتفق عليها بين الطرفين، لتختص بعدها هيئة السوق المالي بتسوية المعاملات وحفظ حقوق المتعاملين والوسطاء وفق ما تقتضيه قواعد وضوابط الإصدار، التداول والتسوية في الشريعة الإسلامية.

الفصل الرابع:

استراتيجية ابتكار

وتطوير المنتجات

المالية الإسلامية وسبل

إدماجها في السوق

المالي الجزائي على

ضوء تجربة بورصة

الفصل الرابع: إستراتيجية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية وسبل إدماجها في السوق المالي الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين

تعد بورصة البحرين أحد أهم الأسواق المالية الناشطة على المستوى الاقليمي والدولي، وذلك لوضعها لأهداف وخطط إستراتيجية تمكنها من استغلال مواردها المالية واستقطاب الاستثمارات الأجنبية للنهوض باقتصادها الوطني، فتنوعت خططها على المستوى القانوني والفني والإداري وكذا التقني حيث بادرت بوضع قوانين وتشريعات تنظم عمل البورصة وتحمي حقوق المتعاملين، بالإضافة إلى مواكبة أحدث التكنولوجيات المالية لتسهيل المعاملات واستخدام أحدث التقنيات على المستوى الإداري لتنظيم وتسريع العمليات؛

في حين تعتبر السوق المالية الجزائرية سوقا ناشئة وخصبة قادرة على استيعاب مختلف الفرص الاستثمارية المحلية والدولية، غير أن ضعف البنية التحتية للمؤسسات والشركات ونقص الوعي الادخاري والاستثماري لدى جمهور المتعاملين أدى إلى ضعف نشاط السوق المالي ونقص الأدوات المالية المتداولة فيه، بالإضافة إلى أن تسرب الموارد المالية إلى السوق الموازية ونقص الثقة في الشركات والمعلومات المقدمة، فقد أسفر عن ظهور فجوة كبيرة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز التمويلي؛

ونظرا لانتشار العولمة المالية وتطور التجارة الخارجية فقد اسهمت في تقليص الفوارق بين مختلف الأسواق المالية، وذلك من خلال فتح المجال للتعاون والاشتراك بينها، والاستفادة من التجارب والخبرات في مجال التقنية والهندسة المالية، لذا يعد المجال مفتوحا أمام السوق المالي الجزائري للاستفادة من تجربة بورصة البحرين في مجال تطوير المنتجات المالية الإسلامية، ورسم الخطط اللازمة لتسهيل التعامل بها وتداولها وتوفير السيولة والأمان للمستثمرين.

المبحث الأول: إستراتيجية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين
المبحث الثاني: متطلبات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر
المبحث الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر على ضوء تجربة بورصة البحرين

المبحث الأول: إستراتيجية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين

تأثرت سوق البحرين للأوراق المالية بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 باعتبارها سوقا ماليا ناشطا يسعى إلى تحقيق الريادة الإقليمية والدولية، حيث قامت بتحويل طبيعتها القانونية إلى شركة مساهمة مغلقة تحت مسمى "بورصة البحرين" كسوق متعدد الأصول، توفر تشكيلة متنوعة من الخدمات والمنتجات المالية المبتكرة والمطورة وتلبي حاجات وتطلعات مختلف الأطراف ذات العلاقة، وذلك من خلال انتهاج خطط واستراتيجيات علمية وعملية للخروج من آثار الأزمة المالية وتحقيق الأهداف المرجوة؛

إن سعي بورصة البحرين إلى تحسين البيئة الاستثمارية في الأوراق المالية وتسهيل التعامل بها، إضافة إلى العمل على زيادة الوعي الاستثماري بين المستثمرين والعاملين في القطاع المالي، دفعها إلى التعاون مع الهيئات الاستشارية والشركات المتخصصة في المالية الإسلامية وغيرها، والأسواق المالية الرائدة، وهذا في إطار جهودها الرامية إلى تحقيق الريادة الإقليمية والدولية، وتعزيز علاقتها مع المؤسسات ذات العلاقة بنشاطها، فضلا عن توفير خدمات متميزة وفعالة للمساهمين والعملاء، وجذب المزيد من الاستثمارات، وذلك من خلال تطوير البنية التشريعية لقطاع رأس المال، وهذا كله مدرج ضمن خطتها الاستراتيجية التي وضعتها منذ تحولها إلى شركة مساهمة مغلقة؛ لذا سيتم من خلال هذا المبحث دراسة مختلف الجوانب المتعلقة ببورصة البحرين وآلية عملها ومختلف الخطط والأساليب المتبعة لابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية:

المطلب الأول: الإطار العام لبورصة البحرين وآلية عملها
المطلب الثاني: الأهداف الإستراتيجية لتداول المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين
المطلب الثالث: مرتكزات بورصة البحرين لابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية

المطلب الأول: الإطار العام لبورصة البحرين وآلية عملها

تعتبر بورصة البحرين من أهم البورصات الرائدة على المستوى الاقليمي والدولي ويعود ذلك لخبرتها الكبيرة في مجال التمويل والاستثمار في الأسواق المالية، وكذا لهيكلها التنظيمي والإداري المتكامل والمنظم لخدمة الأهداف المسطرة من قبل إدارة البورصة والرامية إلى تحقيق الريادة الاقليمية والدولية في مجال المالية الاسلامية.

الفرع الأول: تعريف بورصة البحرين

يعود إنشاء سوق البحرين للأوراق المالية إلى سنة 1987م بدعم من الحكومة البحرينية والمتعاملين في المنصة، لتتحول فيما بعد إلى شركة مساهمة مغلقة تحت اسم "بورصة البحرين" سنة 2010م بموجب المرسوم رقم(60) وبترخيص من مصرف البحرين المركزي، وهي سوق متعدد الأصول ذات تنظيم ذاتي، توفر مجموعة من المنتجات والخدمات الفريدة والمتنوعة: الإدراج، خدمات التداول، التسوية والإيداع المركزي لمختلف الأصول والتي تتضمن: الأسهم، صناديق الاستثمار العقارية، السندات، الصكوك، أذونات الخزينة، صناديق الاستثمار، وسوق البحرين الاستثماري...

وسعيًا منها لتصبح سوقًا ماليًا إقليميًا ذات أصول متعددة من خلال طرح خدمات مبتكرة وتلبية حاجات وتطلعات مختلف الأطراف ذات العلاقة، وتتمحور ركائز نموها حول بيئة العمل وكيفية التفاعل مع جميع المتعاملين في السوق استنادًا إلى مجموع القيم التي تشمل الإبداع، الابتكار، التعاون، الروح الريادية، وغيرها...¹

الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة البحرين

1. مجلس إدارة بورصة البحرين: يتشكل مجلس إدارة بورصة البحرين من:²

- **رئيس مجلس الإدارة:** يجب أن يرأس شركة بورصة البحرين مجلس إدارة فعال ومؤهل علميًا وذو خبرة، ويعتبر الجهة المسؤولة عن تحديد أهداف البورصة على المستويين المؤسسي والعملي، وذلك بالإشراف على جميع الشؤون المتعلقة بتسيير عمل البورصة والعمل مع الإدارة التنفيذية في وضع الخطة الإستراتيجية والرؤية المناسبة للتوجه نحو الاتجاه الصحيح لتحقيق الأهداف المرجوة على المدى الطويل، بالإضافة إلى المراقبة المستمرة لجميع المخاطر التي قد تواجهها بورصة البحرين.

- **أعضاء مجلس الإدارة:** يكون لدى أعضاء مجلس إدارة البورصة المفهوم الشامل لجميع مهام ومسؤوليات المجلس التي يتضمنها "قانون الشركات التجارية بمملكة البحرين"، وأي قوانين وتشريعات أخرى، والمتمثلة في:

- مراقبة أداء الإدارة التنفيذية؛

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في 2020/08/03.

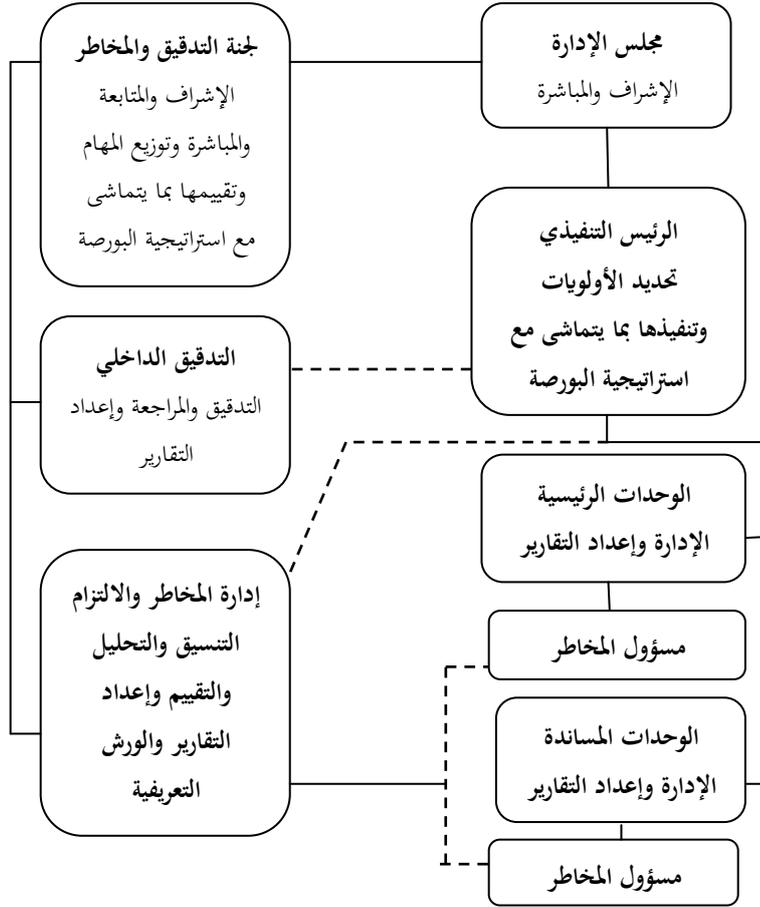
² أنظر:

- قرار رئيس مجلس بورصة البحرين رقم (03) 2013 حول "دليل سياسات حوكمة شركة بورصة البحرين"، موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/03.

- "المبادئ التوجيهية لإدارة المخاطر"، موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/11/06.

- التحقق من إعداد البيانات المالية وبالشكل الصحيح الذي يعكس الوضع المالي للبورصة؛
- التأكد من سلامة وصحة أنظمة التقرير المالي والمحاسبي، بما فيها استقلالية التدقيق ووجود أنظمة الرقابة الداخلية؛
- اتخاذ القرارات الجماعية بالمشاركة في تبادل الآراء ووجهات النظر والخبرات بما يتناسب مع متطلبات عملية اتخاذ القرار مع ضمان الاستقلالية والشفافية؛
- يتحمل أعضاء مجلس الإدارة مجتمعين أو منفردين مسؤولية القيام بهذه المهام والمسؤوليات، مع أنه يمكن للمجلس تفويض اللجان للقيام بهذه المهمة، إلا أنه لا يجوز تفويض مهمة ضمان وجود إطار كفاء وفعال وشامل وشفاف لحوكمة الشركات.
- **لجان مجلس الإدارة:** يُشكل مجلس الإدارة اللجان المتخصصة بالإضافة إلى لجان التدقيق والمكافآت والترشيح المنصوص عليها في ميثاق البورصة، وكذلك يجوز للمجلس تشكيل لجنة تنفيذية للمراجعة وتقديم توصيات إلى المجلس حول أعمال الشركة، أو لجنة لإدارة المخاطر تتولى مهمة تحديد المخاطر والحد منها، ويجب على اللجان التصرف بناء على التفويض الممنوح لها من قبل المجلس فقط، وذلك من خلال:
- **اللجنة التنفيذية:** تتولى هذه اللجنة تدارس التقارير ومقترحات الإدارة التنفيذية واقتراح الطرق والوسائل الخاصة بتطوير بورصة البحرين ورفع التوصيات إلى مجلس الإدارة؛
- **لجنة المكافآت:** يقوم المجلس بتشكيل لجنة المكافآت لمساعدة المجلس في مراجعة سياسات البورصة المتعلقة بمكافأة أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية حسب أدائهم والتزامهم؛
- **لجنة الترشيح:** تتولى هذه اللجنة تحديد الأشخاص المؤهلين للانضمام إلى مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بالبورصة؛
- **لجنة التدقيق:** تتولى مهمة الإشراف على فعالية أنظمة الرقابة الداخلية ونزاهة البيانات المالية والالتزام بالمتطلبات التشريعية والقانونية الصادرة عن السلطة التشريعية؛
- **لجنة إدارة المخاطر:** تقوم بالإشراف العام على معالجة المخاطر التي تنطوي عليها أنشطة البورصة، وكذا مراجعة سياسات واستراتيجيات البورصة في إدارة المخاطر والموافقة على مستوى المخاطر المقبولة، وذلك من خلال اتباع المبادئ التوجيهية التالية:
- إدارة المخاطر إستراتيجية وفعالة؛
- مساءلة ومسؤوليات واضحة؛
- حماية المركز المالي للبورصة من الأحداث غير المتوقعة.
- **لجنة الحوكمة:** تختص بالإشراف على تطبيق قواعد ومبادئ الحوكمة في البورصة، ومراجع القرارات والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الجهات الرقابية بخصوص حوكمة الشركات.

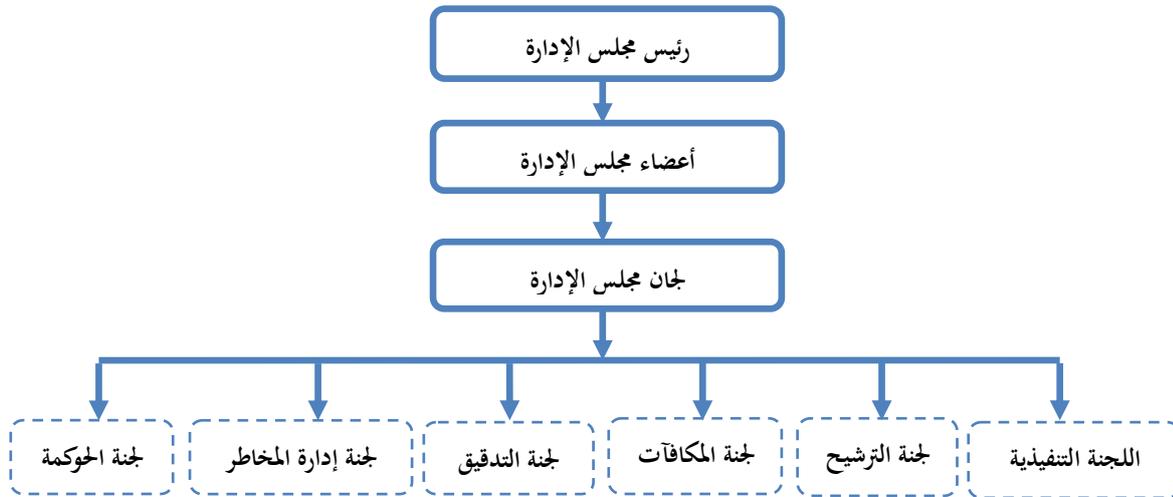
شكل رقم(11): هيكل الحوكمة في بورصة البحرين



المصدر: أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/07/25.

ويمكن تلخيص هيكل مجلس الإدارة ببورصة البحرين من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم(12): هيكل مجلس إدارة بورصة البحرين

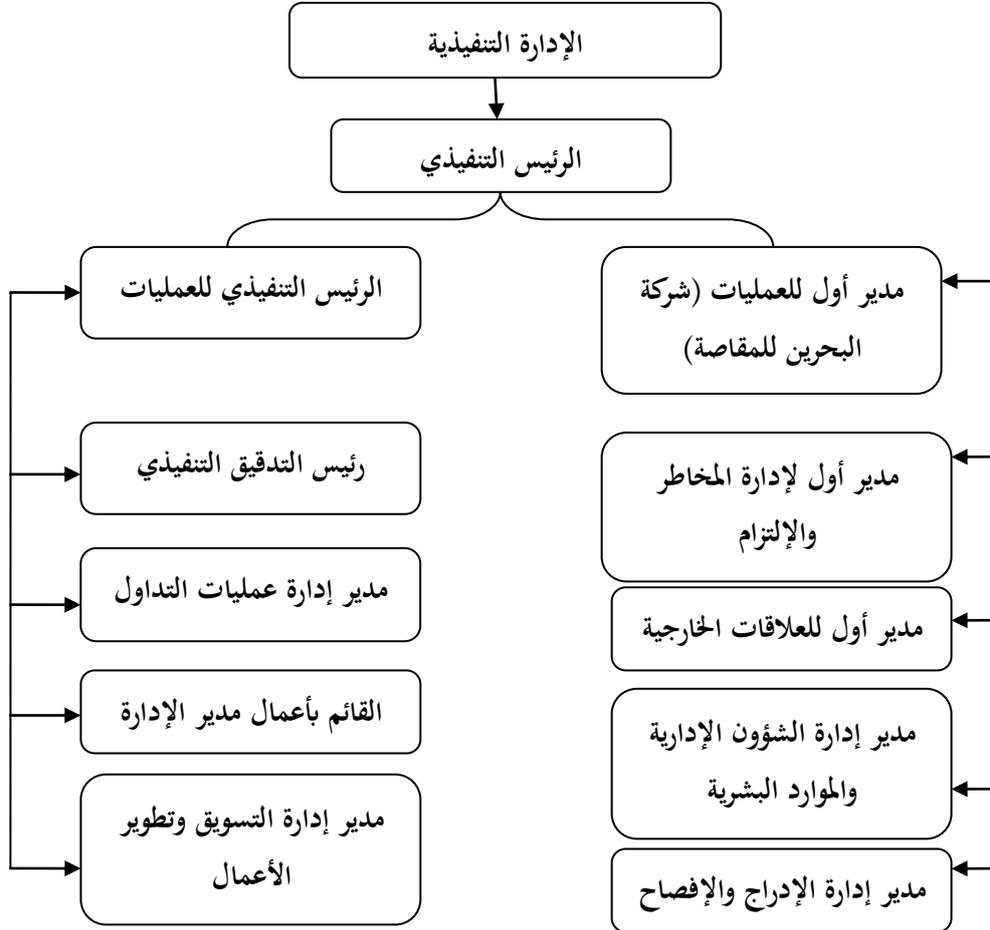


المصدر: أنظر قرار رئيس مجلس بورصة البحرين رقم (03) 2013 حول "دليل سياسات حوكمة شركة بورصة البحرين"، موقع بورصة البحرين،

في www.bahrainbourse.com، في 2020/08/03.

2. الإدارة التنفيذية لبورصة البحرين: تتشكل الإدارة التنفيذية لبورصة البحرين من الأقسام المبينة في الشكل أدناه:

شكل رقم (13): هيكل الإدارة التنفيذية لبورصة البحرين



المصدر: أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/03.

الفرع الثالث: أهداف بورصة البحرين

تهدف بورصة البحرين من خلال سياساتها المتبعة ومنتجاتها وخدماتها المقدمة إلى تحقيق:

- الريادة الإقليمية للبورصة كسوق عادل وفعال ومتنوع، متعدد الأصول الاستثمارية، وتوفير خدمات متميزة للمساهمين والعملاء، وكذا جذب المزيد من الاستثمارات المساهمة في تعزيز الاقتصاد الوطني؛
- المساهمة في تعزيز الاقتصاد الوطني من خلال تقديم خدمات فعالة وذات اعتمادية عالية، ومتنوعة لجميع أطراف ومكونات قطاع رأس المال؛
- توفير الخدمات الفريدة والمتنوعة للإدراج والتداول لجميع الأطراف ذات العلاقة بقطاع سوق رأس المال، من خلال أنظمة حديثة وكفأة؛
- تسهيل زيادة رؤوس الأموال من خلال فرص عديدة ومبتكرة؛
- الشفافية والنزاهة في التعامل مع الغير، والالتزام بالجودة والكفاءة والمرونة في عرض المنتجات وتقديم الخدمات؛
- توفير بدائل مبتكرة وحلول تمويلية بتكلفة مناسبة لإدراج الشركات الواعدة؛
- إنشاء منصة متميزة لتيسير عمليات الإدراج وتنمية رأس المال؛
- تقديم الخدمات المتنوعة لمختلف أحجام الشركات الراغبة في الإدراج، كالخدمات الاستشارية...

المطلب الثاني: الأهداف الإستراتيجية لتداول المنتجات المالية في بورصة البحرين

يتمثل الهدف الرئيسي لبورصة البحرين منذ تحويلها إلى شركة مساهمة مقفلة سنة 2010 في تحقيق الريادة الاقليمية والدولية في مجال المالية الإسلامية كما قامت برسم عدد من الأسس والمتطلبات الضرورية لتحقيق الاهداف المرحلية وصولا إلى هدفها النهائي، وذلك من خلال تنوع تشكيلة المنتجات المتداولة والخدمات المقدمة حسب ما تقتضيه رغبات المتعاملين.

الفرع الأول: مرتكزات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين

تتمحور إستراتيجية بورصة البحرين حول خمسة أهداف رئيسية تشمل:¹

1. توسيع قاعدة المستثمرين إقليميا وعالميا: من خلال القيام بجولات ترويجية، وتوقيع مذكرات تفاهم وإتاحة الفرص الاستثمارية الهادفة إلى تسهيل وصول المصدرين والمستثمرين للسوق، وضمان التداول العادل لجميع الأطراف عبر الخطوات الآتية:

- الرقابة المستمرة على أنشطة وتداولات السوق، وإقامة الدورات التوعوية للوسطاء بشكل متواصل حول القضايا والمخالفات التي تواجه السوق للحد من المزايا غير العادلة؛

- إقامة الورش التوعوية المجانية للعامة حول أساسيات الادخار والاستثمار ونشر الوعي حول أفضل الممارسات المتبعة لإدارة المحفظة الاستثمارية؛

- تفعيل عدة مستويات من مراقبة السوق لضمان أقصى قدر من الإجراءات الاحترازية؛

- تفعيل منصات عديدة للتنبيه حول مختلف أنشطة السوق الرئيسية؛

- تعيين موظف لتلقي الشكاوى لضمان تطبيق الإجراءات الاحترازية.

2. نشر وتعزيز الوعي الاستثماري: من خلال التواصل مع الأطراف ذات الصلة، من مستثمرين وأعضاء مجلس الإدارة وكذا الموظفين والشركات المدرجة فضلا عن مزودي معلومات السوق ووسائل التواصل والإعلام المختلفة والمجتمع عامة.

3. تعزيز الكفاءات التشغيلية وتنمية المهارات: وذلك من خلال تنظيم دورات تدريبية وندوات تأهيلية للموظفين والعاملين في البورصة وكذا المستثمرين في إطار نشر الوعي الاستثماري.

4. تعزيز إستراتيجية الاستدامة: حيث تضم أجندة أعمال بورصة البحرين المتعلقة بالاستدامة تركيزا على أربعة جوانب تشمل الأهداف العامة وهي:

- تحفيز الشركات المدرجة وبشكل تطوعي على إعداد تقارير الاستدامة وفق المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة؛

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، التقارير السنوية لبورصة البحرين بين (2011 - 2019)، في: 2020/08/25.

- إبراز المبادرات المتعلقة بتبني أفضل الممارسات البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة للمستثمرين محليا وعالميا ومحلي جانبي البيع والشراء؛
 - تشجيع محلي جانب البيع لإدراج معلومات الاستدامة (البيئية والاجتماعية والحوكمة) في بحوثهم لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم وفق معايير الاستدامة؛
 - المساهمة في رؤية بورصة البحرين للمستقبل المستدام ودعم أجندة التنمية في المملكة.
5. التوافق مع أهداف التنمية المستدامة: حيث تلعب أسواق رأس المال دورا محوريا في صياغة الاقتصاد من خلال الحرص على تطبيق المعايير والممارسات البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة في عملياتها التشغيلية اليومية سعيا منها لتحقيق النمو المستدام وتلبية تطلعات الأطراف ذات الصلة:
- **المعايير البيئية:** لقد اتخذت البورصة عددا من المبادرات الصديقة للبيئة في مجال التأثيرات البيئية، حيث تم تقليص مساحة المكاتب والتحول الرقمي للعمليات كالخدمات الإلكترونية والتي تشمل الاكتتاب الإلكتروني من أجل تقليل المخلفات الورقية واستهلاك الطاقة، الأمر الذي يعكس بالإيجاب على انسياب العمليات ودقة المعلومات وانخفاض المخاطر والتكلفة.
 - **المعايير الاجتماعية:** تتكفل البورصة ببناء بيئة عمل متلاحمة لتنمية وتطوير المهارات وتقوية القدرات حيث وصل فريق العمل بالبورصة إلى 69 موظف، فضلا عن التواصل مع فئات المجتمع ونشر الوعي المالي ودعم ذوي الهمم سعيا منها لاحتواء احتياجاتهم ومساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، بالإضافة إلى احترام قواعد السلوك المهني وأخلاقيات المهنة وفقا للدستور البحريني.
 - **معايير الحوكمة:** تسعى بورصة البحرين لتطبيق أعلى معايير الحوكمة وأفضل الممارسات الدولية لما لها من دور في تعزيز قيم المساءلة والمسؤولية والشفافية، الأمر الذي يعكس إيجابا على بناء ثقة المستثمرين وكفاءة السوق المالي، حيث حافظت البورصة على توافيقها مع المعايير واللوائح التي تم وضعها من قبل وزارة الصناعة والتجارة والسياحة ومصرف البحرين المركزي من حيث تحقيق التنوع والاستقلالية على مستوى مجلس الإدارة، بما في ذلك أخلاقيات العمل ومكافحة الفساد وفرض الالتزام بمراجعة جميع جوانب العمل، بالإضافة إلى حفظ أمن وسلامة المعلومات من خلال الاستثمار في الوقت والخبرة وتحسين علاقتها مع المستثمرين.

الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة في بورصة البحرين

تتنوع المنتجات المالية المتداولة في بورصة البحرين بين:¹

1. **الأسهم:** تم تصنيف الشركات المدرجة في بورصة البحرين حسب طبيعة عملها لتتيح للمستثمرين المحليين والأجانب الاستثمار في أسهمها، حيث تتنوع بين بنوك تجارية وبنوك الاستثمار، شركات التأمين وشركات الخدمات، شركات الفنادق والسياحة والشركات الصناعية، شركات مغلقة، بالإضافة إلى شركات غير بحرينية.
2. **صناديق الاستثمار:** تزدهر بورصة البحرين بصناديق الاستثمار نظرا لبساطة متطلبات الإدراج والتي تنحصر في الحصول على موافقة مصرف البحرين المركزي وتقديم الوثائق الأساسية اللازمة، وتمثل مجمل صناديق الاستثمار المدرجة في: صندوق أسهم الخليج، صندوق المركز العربي، الصندوق الوطني للأسهم الخليجية، الصندوق الوطني للأسهم القطرية، صندوق دخل المكاسب، صندوق سيكو المالكة للأسهم، صندوق سيكو للاستثمارات بأدوات الدخل الثابت، صندوق سيكو للأسهم الخليجية، صندوق مكاسب للنمو العربي.
3. **السندات والصكوك:** تتنوع الإصدارات في بورصة البحرين بين سندات التنمية الحكومية لأجل مختلف، وصكوك التأجير الإسلامية الحكومية الاسمية لفترات متنوعة.
4. **صناديق الاستثمار العقاري:** هي صناديق مرخصة من قبل مصرف البحرين المركزي، تهدف إلى استحواذ وإدارة الاستثمارات العقارية المحلية والعالمية المدرة للدخل، وذلك من خلال توفير فرص استثنائية للاستثمار في صناديق الاستثمار العقاري وتنويع محافظهم الاستثمارية وتوزيع المخاطر، بهدف تنمية رأس المال وتوليد الدخل بشكل دوري حيث يلزم مصرف البحرين المركزي الصندوق بتوزيع 90% من صافي الدخل على المستثمرين، واستيفاء كافة المتطلبات والتراخيص والشروط قبل الإدراج المعتمدة من قبل المصرف المركزي والقانون المالي وقواعد الإدراج الصادرة عن بورصة البحرين.
5. **أذونات الخزينة:** تم تدشين سوق أذونات الخزينة عام 2016م بهدف زيادة السيولة النقدية لدى البنوك والمصارف المحلية والأجنبية المتعاملة في بورصة البحرين، وذلك لغرض توفير فرص وبدائل أخرى للاستثمار في البورصة وتنويع المحافظ الاستثمارية وتوزيع المخاطر، حيث يتم تداولها في السوق الثانوي طبقا للقواعد العامة للتداول، وتتنوع إصداراتها بين أذونات الخزينة الحكومية بأجل مختلفة وصكوك التأجير الإسلامية قصيرة الأجل (ستة أشهر).

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/07/25.

وفي إطار سعي بورصة البحرين إلى أن تصبح بورصة رائدة من خلال إيجاد سوق عادل وفعال ومتنوع، وتوفير خدمات متميزة للمساهمين والعملاء وكذلك جذب المزيد من الاستثمارات، والمساهمة في تعزيز الاقتصاد الوطني في مملكة البحرين، ويمكن تلخيص مختلف المنتجات المالية المتداولة ببورصة البحرين وتطورها على مدار العشر سنوات الأخيرة (2010-2019) من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم(06): تطور عدد المنتجات المالية المدرجة ببورصة البحرين

المجموع	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	عدد المنتجات المدرجة
5	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	أسهم ممتازة
78	9	10	8	9	6	4	23	3	3	3	سندات
61	5	5	5	5	6	4	10	5	8	8	صكوك
219	9	17	19	19	19	21	23	26	31	35	صناديق استثمارية
151	34	42	33	42	0	0	0	0	0	0	أذونات الخزينة وصكوك التأجير الإسلامية قصيرة الأجل
4	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	صناديق استثمارية عقارية

المصدر: أنظر موقع بورصة البحرين، التقارير السنوية (2011-2019)، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/22.

من خلال الجدول السابق يمكن القول أن إصدارات السندات والصكوك بمختلف الآجال شهدت تزايدا ملحوظا عبر العشر سنوات السابقة (2010-2019)، بينما سجلت إصدارات الأسهم الممتازة وصناديق الاستثمار تراجعاً كبيراً، في حين بدأ التعامل وبصفة كبيرة بأذونات الخزينة وصكوك التأجير الإسلامية وصناديق الاستثمار العقارية كمنتجات جديدة ابتداءً من سنة 2016 لتحقق إصداراتها تطوراً كبيراً قد يرجع إلى الخصائص التي تمتاز بها والمزايا التي توفرها هذه الأدوات المالية للمستثمرين.

الفرع الثالث: الخدمات المالية المقدمة في بورصة البحرين

تتمثل مختلف الخدمات المقدمة من طرف بورصة البحرين والتي تسعى من خلالها إلى جذب الادخارات ونشر الوعي الاستثماري وذلك من خلال:¹

1. خدمة معلومات السوق: تمنح بورصة البحرين تراخيص لمزودي المعلومات للمتخصصين بإعادة نشر وتوزيع

معلومات السوق ضمن عقود واتفاقيات محددة، وتمثل هذه المنتجات في:

- بيانات السوق الشاملة: يوفر هذا المنتج تغطية شاملة لبيانات السوق من خلال توفير بيانات لحظية أو

بيانات متأخرة عن جميع الأدوات المالية المتداولة في بورصة البحرين.

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في 2020/07/25.

- البيانات التاريخية وبيانات نهاية اليوم: تشمل هذه الخدمة البيانات التاريخية وبيانات نهاية اليوم وكذا ترخيص حقوق إعادة التوزيع.
 - إعلانات الشركات: توفر البورصة بيانات يومية لإعلانات الشركات وأخبار السوق.
 - معلومات الشركات المدرجة: توفر البورصة للشركات المدرجة بيانات محدودة عن الشركات والأدوات المالية المدرجة وعرضها على الموقع الإلكتروني للشركة.
 - شريط الأسعار: تقدم البورصة خدمة البيانات المتأخرة لأكثر من خمسة عشر دقيقة لاستخدامها من قبل المواقع الإلكترونية في شريط الأسعار.
 - ترخيص إعادة بيع المعلومات: بمعنى توفير بيانات لحظية يخول للمرخصين الاستخدام الداخلي للمعلومات، كما يخول لمزودي المعلومات بإعادة توزيعها إلى 50 مستخدم (عرض تجاري محدود)، أو عدد غير محدود من المستخدمين (عرض تجاري غير محدود)، وقد توجه البيانات للاستخدام الخاص (عرض للاستخدام الخاص).
 - ترخيص بيع المعلومات لشركات الوساطة: يوفر هذا المنتج بيانات شاملة للسوق من خلال عرضها لحظياً لاستخدامها وإعادة توزيعها من قبل أعضاء البورصة وتداولها من قبل المشتركين للاستخدام الخاص.
 - ترخيص بيع المعلومات للمؤسسات المالية: يتضمن هذا المنتج تغطية شاملة لبيانات السوق من خلال توفيرها لحظياً للمشاركين للاستخدام الداخلي لا لإعادة توزيعها.
2. خدمة مراجعة: في إطار جهود بورصة البحرين لتطوير سوق رأس المال في مملكة البحرين وتماشياً مع خطتها الاستراتيجية الرامية إلى توفير الفرص الاستثمارية، أطلقت بورصة البحرين خدمة مراجعة البنوك بهدف تلبية المتطلبات المتنامية للمصارف والمؤسسات والأفراد، الأمر الذي ساهم في توسعة قاعدة الخدمات المقدمة بطريقة جديدة وفريدة، ويتم ذلك عبر صكوك الإجارة الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية والتي تعتبر حجر الأساس لجميع عمليات المراجعة والمصدرة من طرف مصرف البحرين المركزي،¹ وتمتاز هذه الخدمة بأنها:
- متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية؛
 - ذات اسعار تنافسية؛
 - تدني المخاطر؛
 - تتم بطريقة آلية؛
 - تسعير وتحويل الملكية يتم بشكل فوري.

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 20/08/2020.

المطلب الثالث: آليات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين

من أجل الوصول إلى تحقيق الأهداف المرحلية والإستراتيجية لبورصة البحرين والرامية إلى تطوير مختلف جوانب العمل، بدأت البورصة خلال العشر سنوات الأخيرة (2010-2019) وبناء على موافقة مجلس الإدارة في تنفيذ الخطة التشغيلية التي تعكس الأهداف الرئيسية للخطة الإستراتيجية للبورصة، ومختلف الجوانب التشريعية، الإدارية، الفنية والتقنية، وكذلك جانب نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين والمستثمرين في القطاع.

الفرع الأول: الإجراءات المتبعة في الجانب التشريعي

ركزت بورصة البحرين جهودها في توسيع السوق أفقياً، من خلال تهيئة البنية التشريعية لتتيح لمصدري الأوراق المالية تقديم وطرح أدوات استثمارية جديدة وبديلة تمكن المستثمرين من تنوع محافظهم وتوزيع المخاطر وتعظيم الربحية، وهذا كله في سبيل تحقيق خطتها الاستراتيجية وذلك من خلال:¹

- صدور المرسوم رقم(60) القاضي بتحويل سوق البحرين للأوراق المالية إلى شركة مساهمة بحرينية مغلقة مملوكة بالكامل لحكومة البحرين تحت مسمى " بورصة البحرين"؛
- وفي عام 2011 اتخذت البورصة الاجراءات اللازمة لتطبيق مبادئ حوكمة الشركات وفق متطلبات مصرف البحرين المركزي وميثاق حوكمة الشركات الصادر عن وزارة الصناعة والتجارة، والالتزام بمبدأ الإفصاح، ووضع الخطة الزمنية والترتيبات اللازمة ل يتم في عام 2012 استكمال هذه الإجراءات وفق ما تقتضيه طبيعتها القانونية، وذلك بهدف تطبيق أفضل الممارسات المهنية وتحقيق الجودة والتميز في أداء البورصة؛
- أقرت البورصة في عام 2014 "قواعد السوق" الخاص بشركات المساهمة المغلقة والشركات الصغيرة والمتوسطة بعد موافقة مصرف البحرين المركزي، حيث ساهمت هذه القواعد في إضافة عمق جديد للسوق من خلال عرضها للمتطلبات الأساسية، القانونية والإدارية والفنية الواجب توفرها في مكاتب الوسطاء المتعلقة بالسوق والأدوات المالية ونظام التداول؛
- إصدار ورقة استشارية حول "سوق البحرين الاستثماري"* وهو السوق الذي أطلقته البورصة بغرض إيجاد آلية لتمويل الشركات والمشاريع سريعة النمو؛
- تمت الموافقة خلال عام 2015 على قواعد إدراج وتداول صناديق الاستثمار العقارية وأذونات الخزينة في بورصة البحرين فاتحة المجال للمزيد من الخيارات الاستثمارية؛
- إقرار تعديلات على شروط إدراج الشركات المدرجة في البورصة والمتمثلة في: اعتماد القيد الإلكتروني لأغراض التداول وإثبات ملكية الأوراق المالية، زيادة عدد الأسهم القابلة للتداول وعدد المساهمين ورجحية

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/11.

* سوق البحرين الاستثماري: هو سوق أسهم مبتكر، مصمم لتمكين الشركات الواعدة في مملكة البحرين ومنطقة الخليج والشرق الأوسط عموماً وشمال إفريقيا من الحصول على رأس المال اللازم للنمو عن طريق الطرح المباشر، ويوفر إطاراً تنظيمياً مرناً وشروطاً إفصاح وإدراج سهلة، فضلاً عن توفير الدعم والإرشاد عن طريق مكاتب استشارية متخصصة.

- الشركات، تشكيل مجلس التأديب في إطار استكمال بنية الهيكل التشريعي، فرض على الشركات المدرجة توفير نسبة 10 % من مجموع الأسهم الصادرة على الأقل كأسهام متاحة للتداول؛
- تواصلت جهود البورصة خلال عام 2016 لتنظيم عملية الصناعة بشكل مهني من خلال اعتماد "دليل صناعة السوق" وفق المعايير الدولية المعتمدة، واعتماد شركة واحدة كصانع سوق في البورصة وهي شركة الأوراق المالية والاستثمار "سيكو"؛
- كما تم خلال نفس السنة اعتماد دليل نظم وإجراءات تداول أذونات الخزينة في البورصة، الامر الذي تلاه إدراج العشرات من الأذونات وإيجاد سوق ثانوي لها؛
- وفي عام 2017 تم ترخيص شركة "مباشر" لتقديم خدماتها كصانع للسوق، لزيادة عمق السوق وحركة التداول فيه، ما يعكس إيجاباً على مناخ السوق وزيادة التنافسية؛
- وسعياً منها لتطبيق نموذج التنظيم الذاتي للأسواق المالية، قامت البورصة في عام 2018 وبالتنسيق مع الجهات التشريعية بإصدار مسودة قواعد الإدراج؛
- وفي سنة 2019 تم إصدار ورقة استشارية حول إطار المخالفات الإدارية في حال عدم التزام الجهات المصدرة بقواعد الإدراج وغيرها، بهدف توفير تداول عادل ومنظم والتزام بمعايير الإفصاح والشفافية، بالإضافة إلى إصدار ورقة استشارية حول "آلية التسليم مقابل الدفع" بهدف تطوير البنية التحتية وتخفيف حدة المخاطر.

الفرع الثاني: الآليات الفنية والتقنية

- في إطار المبادرة لتطوير بيئة العمل وتعزيز المناخ الوظيفي والانتماء المؤسسي، والمحافظة على الكفاءات والخبرات، فضلاً عن تطوير نظم الرقابة الداخلية والخارجية، الإدارية والمالية، قامت البورصة بعدة خطوات ومبادرات مهمة لتحقيق أهدافها المرحلية والإستراتيجية على عدة مستويات.¹
- في إطار الاستفادة من أحدث التقنيات التكنولوجية وتطبيقات الاعلام الآلي، دشنت البورصة موقعها الإلكتروني الجديد عام 2011 الذي يوفر باقة متنوعة من المعلومات والخدمات التفاعلية بكفاءة وفعالية؛
 - وفي عام 2012 تم استبدال نظام التداول بآخر (x stream) أكثر تطوراً وملاءمة لاحتياجات البورصة ومتطلبات العملاء، ليتم توقيع العقد سنة 2013 مع شركة ناسداك أومكس متضمناً حزمة واسعة من الحوافز للوسطاء والمستثمرين لما له من مزايا في خفض عمولة الصفقات وزيادة عوائد الاستثمار واستغرق تنفيذه أكثر من سنتين؛

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/11.

- كما قامت بتمديد فترة التداول لتصبح ثلاث ساعات ونصف بدلا من ثلاث ساعات، أملا منها في انعكاس هذه التغييرات على جذب وتشجيع المستثمرين من داخل وخارج المملكة، وتسهيل عمليتي التداول والإدراج في البورصة؛
- وبالتعاون مع مؤسسات محلية أطلقت البورصة العديد من المبادرات الهادفة إلى رفع معدلات التداول وزيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة؛
- وضمن جهود البورصة في نشر وتعزيز الوعي الاستثماري بين المواطنين والمقيمين تم لأول مرة سنة 2012 إطلاق برنامج "التحدي الاستثماري" * Trade Quest " الذي يستهدف طلبة الجامعة بالبحرين؛
- تم سنة 2015 إطلاق مؤشر البحرين الإسلامي لتمكين المستثمرين من متابعة أداء محافظهم الإسلامية، حيث ضم المؤشر يوم إنطلاقه 17 شركة تتوافق أنشطتها مع المعايير والضوابط الشرعية المعتمدة من قبل المستشار الشرعي؛
- نجحت البورصة في تحويل سجلات أسهم الشركات المساهمة المدرجة في البورصة من القيد الورقي إلى القيد الإلكتروني في جهاز الإيداع المركزي، الأمر الذي رفع من تصنيف بورصة البحرين في مجال تقديم خدمات التسوية والإيداع المركزي من قبل مؤسسة توماس موراي من **A-** إلى **AA-** مع نظرة مستقبلية إيجابية؛
- تم في سنة 2017 تدشين سوق البحرين الاستثماري بعد استكمال المتطلبات الفنية لتمكين الشركات من الحصول على رأس المال بطريقة فعالة من حيث الوقت والتكلفة، حيث تم إطلاق منصة " **Bahrain Trade** " * لتسهيل وصول المستثمرين إلى البورصة وهي إحدى حلول التداول؛
- وشهد عام 2018 مرحلة مهمة في تاريخ بورصة البحرين حيث تم تدشين أول منصة اكتتاب الكترونية " **eipo** " في مجال التحول الرقمي وإرساء القواعد التأسيسية مما أسفر على تغطية إجمالي حجم الاكتتاب بمقدار 5.4 ضعف؛
- كما اعتمدت بورصة البحرين وحدات المزايدة السعرية المحدثة لتحسين سيولة السوق وتوفير فرص للمستثمرين، وتقليل مخاطر الاستثمار إضافة إلى تحديث الرسوم والعملات تماشيا مع الرسوم المطبقة إقليميا؛
- وفي إطار جهودها المبذولة للتحول الرقمي بدأت بورصة البحرين بالتحول لنظام الخدمات " **أمازون ويب سيرفيز** " * للمحاسبة بهدف تقديم الخدمات بفعالية أكبر وتعزيز قدرتها التنافسية على المستوى العالمي؛

* **برنامج تحدي التداول الاستثماري:** هو آلية للاستثمار تركز على فئة الطلبة، وتعتبر محاكاة مالية تنافسية، تحدف إلى تزويد الطلاب المشاركين بخبرات وتجارب واقعية تستند إلى تعلم النظم واللوائح المعمول بها في كل من بورصة البحرين وبورصة نيويورك، واختيار الأسهم وإدارة المحفظة التي يتم الاستثمار فيها، إضافة إلى تعلم مهارات العرض والعمل الجماعي، وإدارة المنازعات والوقت.

* **منصة Bahrain Trade:** تعد هذه المنصة أحد حلول التداول المبتكرة والمتاحة للمؤسسات المالية المرخصة (التقليدية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية) في مملكة البحرين، والتي تمكن الأفراد ذوي الحسابات البنكية من التداول بشكل مباشر من خلال منصة التداول عبر الانترنت، الأمر الذي يسهل على المستثمرين عملية الوصول إلى السوق.

- انضمت شركة البحرين للمقاصة لنظام " بنفت الإلكتروني" للتحويلات المالية عبر خدمة فواتير، والرامي إلى تمكين المستثمرين الوسطاء وأمناء الحفظ والمصدرين من دفع المبالغ المستحقة عليهم كالرسوم وعمولات الخدمات بطريقة سريعة وآمنة وخلق منتجات ومنصات تلي حاجات الجهات الفاعلة في السوق؛

الفرع الثالث: الإجراءات المتبعة من الناحية الإدارية

- بالنظر إلى أهمية الهيئات الإدارية في إعداد، تنفيذ ومتابعة الخطط الإستراتيجية للبورصة، فقد ساهمت بدورها في تطوير آلية عمل السوق ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيها وذلك من خلال:¹
- نظمت البورصة سنة 2011 بالتعاون مع " جي بي مورغان العالمية" برنامج حول " علاقات المستثمرين" بهدف تطوير قطاع رأس المال ومختلف الجوانب المتعلقة به والعاملين فيه؛
- وفي إطار جهودها الرامية لتعزيز علاقتها مع المؤسسات ذات العلاقة بنشاطها وقعت البورصة عام 2012 اتفاقية تفاهم مشترك مع كل من بورصة اسطنبول وجمعية المحللين الماليين بالبحرين، وذلك لتوسيع قدرتهما على تبادل الخبرات والمعلومات وتوسيع آفاق التعاون المشترك في العديد من الجوانب؛
- كما وقعت البورصة مع بنك الخليج المتحد اتفاقية انضم بموجبها البنك إلى عضوية البورصة لتقديم خدمات الوساطة لعملائه ما أدى إلى ارتفاع عدد الوسطاء إلى 12 وسيطا، ووقعت اتفاقية أخرى مع شركة بتلكو تم بموجبها تعيين البورصة كمسجل لأسهم الشركة وإدارة سجل المساهمين؛
- تم الانتهاء في سنة 2013 من إعداد الهيكل التنظيمي الإداري الجديد للبورصة بالإضافة إلى إقرار العديد من مشاريع التنظيم الداخلي من أهمها برنامج إدارة خطة استمرارية عمل البورصة في الحالات الطارئة، ودليل سياسات الحوكمة، بما يعزز كفاءة الإدارة والانسجام مع استراتيجيات البورصة الحالية والمستقبلية؛
- وخلال نفس السنة تم توقيع اتفاقية تفاهم مع السوق المالية السعودية " تداول" كخطوة تمكن كلا الطرفين من الاستفادة من الخبرات المتراكمة وتوسيع آفاق التعاون بينهما؛
- وفي سنة 2014 تم إصدار قرار ملكي بتشكيل مجلس إدارة شركة بورصة البحرين على أن تكون مدة العضوية فيه ثلاث سنوات تبدأ من تاريخ صدور القرار؛
- وسعياً منها لتعزيز علاقتها مع المؤسسات ذات العلاقة بنشاطها وقعت بورصة البحرين اتفاقية تفاهم مشترك مع شركة المقاصة الكويتية وسوق دبي المالي لتنظيم التحويل الإلكتروني للأسهم بين البورصات؛
- ومن أجل تقوية أواصر العلاقات والروابط مع أسواق رأس المال تم في سنة 2016 توقيع اتفاقية تعاون مشترك مع البورصة المصرية بهدف تسهيل عملية الإدراج المزدوج وتعزيز التعاون في مجال البنية التكنولوجية والمعلوماتية لتسهيل تدفق الاستثمارات؛

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/11.

- وفي سنة 2017 تم إطلاق شركة البحرين للمقاصة* بأفضل الممارسات الدولية لتعزيز خدمات ما بعد التداول، وفي إطار جهودها لاستكمال خطتها الإستراتيجية وتقديم خدماتها وفق المعايير الدولية المعتمدة في الأسواق المالية العالمية؛
- عززت بورصة البحرين علاقتها مع معهد البحرين للدراسات المصرفية والمالية لإطلاق أكاديمية الاستثمار وتنظيم ورشات تدريبية، حيث تم إطلاق برنامج "المستثمر الذكي"* بالتعاون مع شركة "إنجاز البحرين" بمشاركة 5500 طالب وطالبة لنشر الوعي الادخاري والاستثماري.

* شركة البحرين للمقاصة: هي شركة مملوكة بالكامل لبورصة البحرين، تأسست عام 2017 برأسمال مصرح به قدره 5 ملايين دينار بحريني، ورأسمال مدفوع بقيمة 1 مليون دينار بحريني، مرخصة من قبل مصرف البحرين المركزي لتقديم خدمات ما بعد التداول للمستثمرين وغيرها من الخدمات المتعلقة بالإيداع والمقاصة والتسوية والسجل المركزي والتسجيل.

* برنامج المستثمر الذكي: يهدف هذا البرنامج إلى نشر المعرفة المالية وتزويد الطلاب بالمفاهيم الاساسية المتعلقة بإدارة الأموال، الإدخار، التخطيط المالي الذكي للمستقبل من خلال الأنشطة التفاعلية، فضلا عن التعرف على الطرق المختلفة لدفع المعاملات المالية (النقود، بطاقة الصراف، بطاقة الإئتمان، الشيكات).

المبحث الثاني: متطلبات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر

عرفت الأوضاع المالية والاقتصادية في الجزائر تغييرات كثيرة خاصة بعد الانتقال من اقتصاد المدائنة إلى اقتصاد السوق، وهذا على مستوى المنظومة التشريعية والهياكل الإدارية، والسياسات والخطط المتبعة للنهوض بالاقتصاد الوطني والاستفادة من الآليات الجديدة والمستوردة لاقتصاد السوق، فضلا عن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي هزت قواعد المنظومة المصرفية والمالية، فكان لها الأثر البالغ والكبير على اقتصاديات البلدان المتقدمة وحتى النامية، ليجد السوق المالي الجزائري نفسه بين تيارين، بين مواكبة التطورات الحاصلة في المجال المالي وبين الأسس التي يقوم عليها هذا التطور، بين متطلبات الانضمام لاقتصاد السوق وبين تداعياته على الاستقرار المالي والاستقلال السياسي والاقتصادي؛

وفي إطار محاولة بورصة الجزائر للالتحاق بركب التطور والتكنولوجيا المالية والنهوض بالاقتصاد الوطني، وهذا ما يستدعي ضرورة الاسراع في وضع خطة استراتيجية مُحكّمة ومدروسة على المستوى التشريعي، الإداري، الفني والتقني يدفع بالبورصة إلى تدارك القصور على مستوى التأطير القانوني والتنظيم الفني والإداري لبورصة الجزائر وتهيئة بيئة عملها، والذي ينعكس بدوره على مؤشرات نشاط البورصة، نوع وعدد المنتجات المالية المتداولة، طبيعة وعدد الشركات المدرجة، حجم وقيمة الصفقات المبرمة؛ وسيتم توضيح ذلك من خلال هذا المبحث والمتضمن:

المطلب الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر وآلية عملها
المطلب الثاني: الأطراف المتعاملة في بورصة الجزائر
المطلب الثالث: أساسيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية
في بورصة الجزائر

المطلب الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر وآلية عملها

الفرع الأول: مراحل تأسيس بورصة الجزائر

جاءت مجموعة من الإصلاحات من طرف الحكومة الجزائرية فيما يخص البورصة والرامية إلى تحسين الوضع الاقتصادي وتفعيل آليات السوق، في إطار فعاليات الانتقال من النظام الاشتراكي إلى النظام الرأسمالي وما يتطلبه ذلك من الانفتاح على الأسواق المالية العالمية، الأمر الذي يستدعي ضرورة إنشاء سوق مالية تتماشى مع متطلبات الانفتاح والعولمة المالية وتكون بمثابة الجهاز التنفسي للاقتصاد الجزائري، وذلك عبر عدة مراحل:¹

1. المرحلة التمهيدية: اتخذت الحكومة الجزائرية بعد حصول المؤسسات على استقلاليتها عدة اجراءات من بينها إنشاء شركة القيم المنقولة، والتي تشبه مهمتها إلى حد كبير مهمة البورصة، يديرها مجلس الإدارة وتتكون من ثمانية أعضاء كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة التالية:²

- صندوق الموارد الغذائية؛

- صندوق المناجم، الفحم والري؛

- صندوق التجهيز؛

- صندوق البناء؛

- صندوق الكيمياء، البيتروكيميا، الصيدلة؛

- صندوق الاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي؛

- صندوق الصناعات المختلفة؛

- صندوق الخدمات.

كما تم وضع عدة مراسيم تتعلق بتنظيم عمليات البورصة والمتمثلة في:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشتمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة؛

- مرسوم تنفيذي رقم 91-177 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة، شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال؛

- مرسوم تنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة البورصة.

2. المرحلة الأولى: أول العمليات التي شهدتها البورصة قبل البدء في مهامها رسميا، هو تحديد نوعية الأوراق المالية

المتداولة من خلال المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 23-04-1993 المكمل للقانون التجاري الذي

¹ عز الدين حلة وعثمان علام، "بورصة الجزائر بين الركود وآليات التفعيل"، بحث مقدم في: مجلة الريادة في اقتصاد الأعمال، المجلد الرابع، العدد 02، 2018، ص: 08.

² عزيزة بن سميحة ومريم طيبي، "دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفعيل بورصة الجزائر"، بحث مقدم في: مجلة تاريخ العلوم، العدد 07، 2017، ص: 329.

يحدد مختلف القيم المنقولة الممكن إصدارها من قبل شركات المساهمة وتحديد الجوانب المرتبطة بها من إصدار ونقل ملكية والمتمثلة في:¹

- الأسهم العادية؛
- الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة مع حق التصويت؛
- الأسهم ذات الأولوية في الأرباح الموزعة دون حق التصويت؛
- شهادات الاستثمار مع حق التصويت؛
- شهادات الاستثمار دون حق التصويت؛
- سندات عادية؛
- سندات المساهمة؛
- سندات مرفقة بقسيمات الاكتتاب في الأسهم؛
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم؛
- سندات قابلة للاستبدال بالأسهم.

وتتنوع هذه القوانين بين:

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-05-1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة؛
- المرسومين التنفيذي رقم 94-175 ورقم 94-176 الصادرين في 31-06-1994 والمكملين والمعدلين للمرسوم التشريعي رقم 93-10.

3. المرحلة الثانية: في هذه المرحلة يتم الانتقال من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول، حيث كانت أول جلسة في شهر سبتمبر 1999، وتم تسعير معظم الادوات المالية المتداولة لمختلف الشركات المدرجة.

الفرع الثاني: تعريف بورصة الجزائر

وتسمى أيضا شركة تسيير بورصة القيم المنقولة وإختصارها *SGBV، الكائن مقرها بالجزائر العاصمة، هي شركة ذات أسهم برأسمال قدره 475 200 000.00 دينار جزائري، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتم إنجازها في 25 ماي 1997، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للتعامل بالقيم المنقولة المقبولة في البورصة وتوفير إطار منظم ومضبوط لخدمة الوسطاء في عمليات البورصة؛²

¹ حسان خيابة، "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، بحث مقدم في: مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، المجلد الرابع، العدد 08، دون سنة نشر، ص: 04.

*SGBV :La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs

² أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في 15/05/2020.

تأسست شركة القيم المنقولة بواسطة:¹

- البنوك الوطنية: ممثلة في بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP banque.
- شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.
- البنك الخاص: يونيون بنك UB.

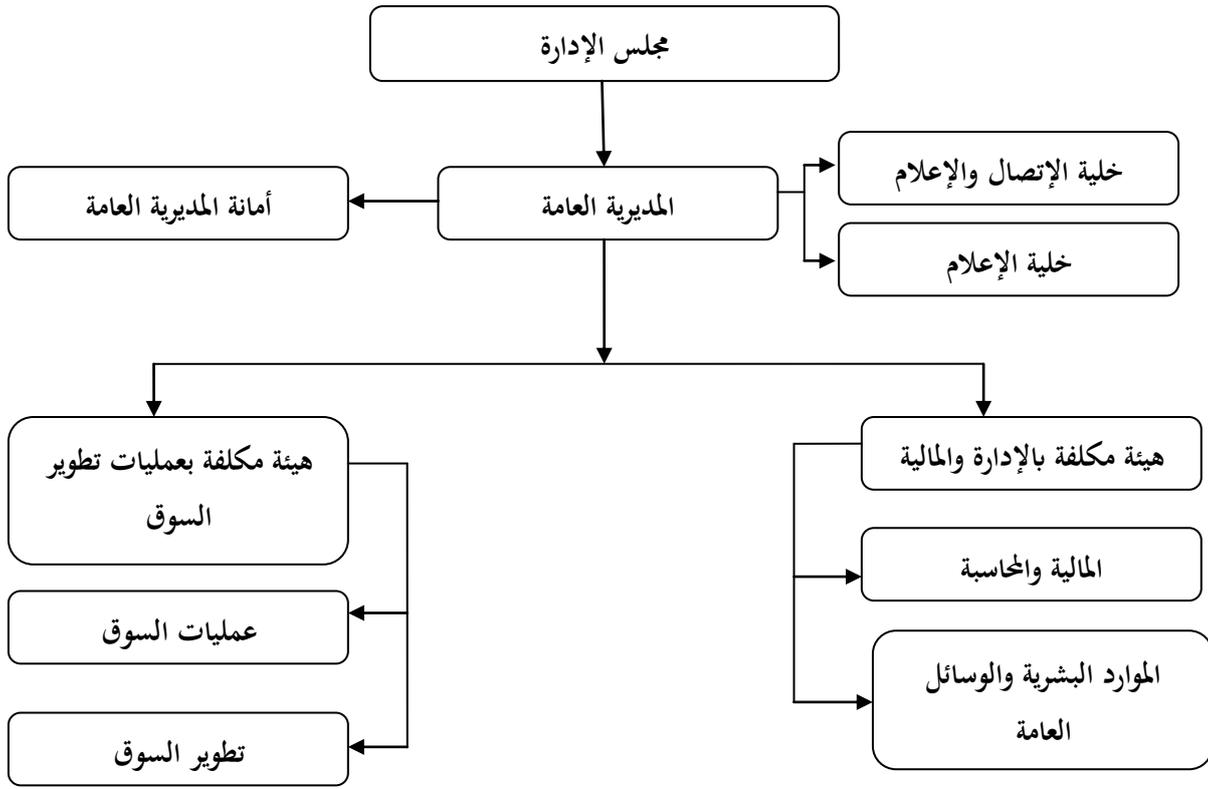
وقامت بورصة الجزائر على مساهمة كل من:²

- بنك التنمية المحلية BDL؛
- البنك الخارجي الجزائري BEA؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛
- القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- البنك الوطني الجزائري BNA؛
- الصندوق الوطني للتوفي والاحتياط CNEP banque؛
- BNP Paribas Algérie؛
- Societe generale algerie؛
- Tell markets؛
- Al baraka banque algerie؛
- Al salam banque algerie؛

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في 2020/05/15.

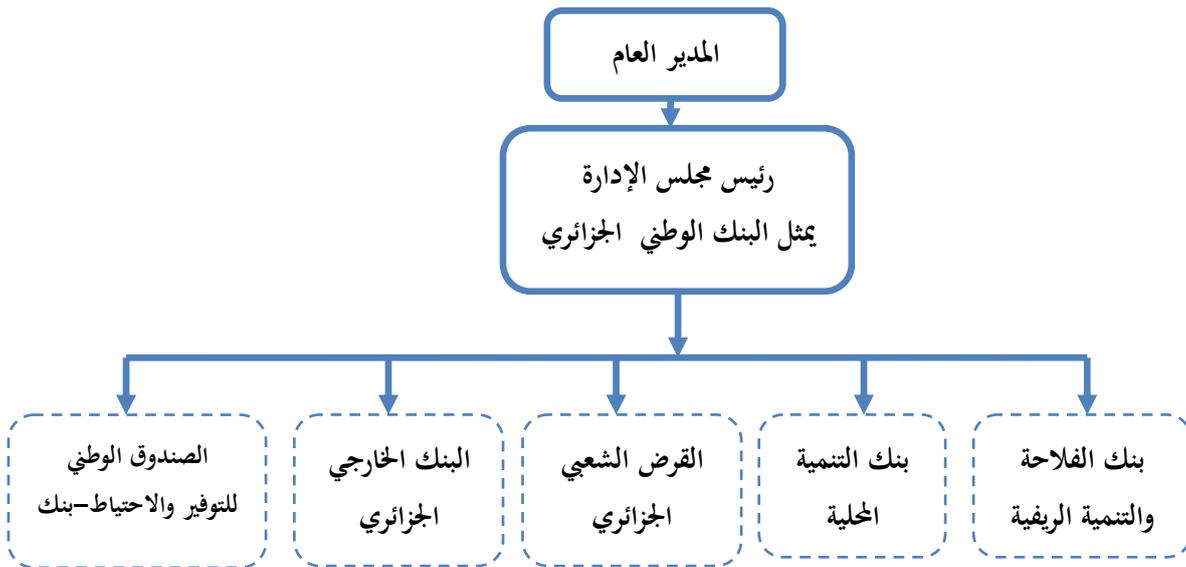
² المرجع السابق.

شكل رقم (14): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في 2020/05/15،

شكل رقم (15): أعضاء مجلس إدارة بورصة الجزائر



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 15/05/2020،

الفرع الثالث: مهام وأهداف بورصة الجزائر

1. **مهام بورصة الجزائر:** البورصة هي المكان الذي يتم فيه تداول الأصول المالية على المدين المتوسط والطويل وتختص بالمهام الآتية:¹

- تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، واستثمار الموارد الفائضة وتعزيز قيمة الشركات المدرجة؛
- توسيع العمل الاستثماري وتعميمه، وتحسين الحوكمة لدى الشركات؛
- ضمان استدامة الشركات (المجمعات الكبرى، الشركات الصغيرة والمتوسطة)، والارتقاء بسمعتها؛
- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لحصص التداول وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير؛
- ويتم تنفيذ هذه المهام ومراقبتها تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB.

2. **أهداف بورصة الجزائر:** تهدف بورصة الجزائر من خلال الإصلاحات السابقة الذكر والمهام التي تؤديها إلى:²

1. **الانتقال من اقتصاد المدائنة إلى اقتصاد السوق:** منح مجلس مساهمات الدولة الضوء الأخضر لثماني شركات عمومية كبرى لدخول بورصة الجزائر، حيث تم استحداث مهمة "مرفي البورصة" لمرافقة الشركات الصغيرة والمتوسطة في نشاطها والتي تفتقر للمعلومات والخبرة الكافية للدخول إلى البورصة؛ أما فيما يخص شروط الانخراط فينبغي على الشركات الكبيرة فتح مالا يقل عن 20% من رأسمالها في حين يتوجب على الشركات الصغيرة والمتوسطة فتح مالا يقل عن 10%.

2. **تفعيل مشروع 2011 لإنعاش بورصة الجزائر:** وقعت الحكومة الجزائرية وبرنامج الأمم المتحدة الإنمائي يوم 31 ماي 2011 على مشروع دعم وإصلاح السوق المالية في الجزائر بقيمة 1.2 مليون دولار، حسب ما أعلنت عليه لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث يندرج المشروع في إطار مسعى الحكومة الجزائرية واستراتيجياتها التنموية الرامية إلى تنويع اقتصادها والتقليص من تبعيتها للمحروقات وتحسين تنافسية المؤسسات؛

حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة إصلاح السوق في حين تتكفل وزارة المالية بالتسيير الاستراتيجي والمؤسسي وتصور نموذج ومخطط تنظيم وتسيير السوق المالية في الإطار المؤسسي للجزائر وفقا للمعايير الدولية المتبعة، وذلك من خلال تحديد محاور العمل والمتمثلة في:

¹ أنظر:

- موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في 2019/11/25.

- موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، منشورات بورصة الجزائر "تعريف بورصة الجزائر"، في: 2019/11/20.

² عز الدين حملة وعثمان علام، مرجع سابق، ص: 14، 15.

- **المحور الأول:** إصدار أسهم وسندات في إطار ملائم لتطوير السوق وجعلها أكثر مرونة لتصبح محركا لمسار الخوصصة؛
- **المحور الثاني:** المصادقة على مخطط مدير لتنظيم مؤسسات السوق؛
- **المحور الثالث:** إعداد إستراتيجية مصرفية لإضفاء المهنية على خدمات الاستثمار ودعم دور الوساطة للبنوك والمؤسسات المالية؛
- **المحور الرابع:** المصادقة على سجل الأعباء لعصرنة أنظمة البورصة وتحديثها وفق ما تقتضيه الحاجة ومتطلبات التكنولوجيا؛
- **المحور الخامس:** إعداد مخطط تسويقي يهدف إلى إعلام وتوعية المستثمرين المحتملين، وذلك لتحسين صورة المؤسسة وجعلها أكثر جاذبية.

3. **دعم استقرار الأسواق وحمايتها من التقلبات الحادة:** حيث أن المستثمر المؤسسي يسعى إلى الاستثمار المتوسط وطويل الأجل ويقوم بالاستثمار بناء على دراسات علمية، أما المستثمر الفرد فيهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية سريعة، وفي هذا الجانب عملت السلطة على تشجيع الادخار طويل الأجل بفتح حسابات ادخار في الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيضات في الضرائب على الأرباح، كما تم السماح لهيئات التأمين والمعاشات وشركة التأمين بالتعامل في هذه الأسواق، ومن جانب آخر تسعى بورصة الجزائر إلى تشجيع إيجاد وتوفير الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: الأطراف المتعاملة في بورصة الجزائر

الفرع الأول: الهيئة العليا لبورصة الجزائر

ينشط في بورصة الجزائر العديد من الفاعلين والهيئات والمؤسسات والمهنيين، ممثلين في:¹

1. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)

تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية وحماية المدخرين، تتشكل من رئيس يعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة أربع سنوات وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة أربع سنوات، تختص بالحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة وضمان السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة باعتبارها تمتلك السلطة التنظيمية، سلطة الإشراف والمراقبة، السلطة التأديبية والتحكيمية التي تخول لها القيام ب:

● السلطة التنظيمية: تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية التي تخضع لمصادقة وزير المالية ونشرها في الجريدة الرسمية

والمعلقة ب:

● التزامات الإفصاح عن المعلومات من الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء

العلي للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛

● اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛

● شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

● القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛

● القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية، تسليم السندات، تسيير محفظة القيم المنقولة.

● سلطة المراقبة والإشراف: تُسلم هذه السلطة للجنة المراقبة لضمان:

● الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق وضمان السير الحسن للسوق؛

● قيام الشركات باللجوء العلي للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات.

● السلطة التأديبية والتحكيمية: توجد بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية

تتألف من رئيس وعضوين منتخبين من أعضاء اللجنة وعضوين من القضاة يعينهم وزير العدل؛

تُخول هذه السلطة للجنة التحقيق في مسائل اختراق الالتزامات المهنية والأخلاقية وانتهاك الأحكام التشريعية والتنظيمية، فضلا عن التحقيق في النزاعات التقنية الناشئة بين الوسطاء في عمليات البورصة، بين الوسطاء وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، بين الوسطاء والزبائن أو المصدرين.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/05/15،

2. شركة تسير بورصة القيم المنقولة (SGBV)

المعروفة عامة باسم "بورصة الجزائر"، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة (من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة وقنوات الإعلام كمواقع الانترنت، والمضامات التلفزيونية والصفحات الشهرية).

الفرع الثاني: الهيئات التنظيمية

تتنوع هذه الهيئات بين:¹

1. المؤتمن المركزي

ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم تتحدد وظائفه بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 والمتمثلة في:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات المتدخلين؛
- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛
- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة فيما يتعلق توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛
- تساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية، التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات مثل: استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...

2. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: (OPCVM) تتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (sicav)، والصناديق المشتركة للتوظيف (fcp)، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين، وتواجد في السوق المالي الجزائري شركة واحدة تدعى (sicav celim).

الفرع الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)

الوسطاء في عمليات البورصة هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي يتمحور نشاطها أساسا حول القيم المنقولة، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وينقسمون إلى:²

1. المؤسسات الوسيطة: (TCC) تتضمن بورصة الجزائر تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك

العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، بنك الجزائر الخارجي، البنك الوطني

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/05/15.

² أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/05/15.

الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك-، القرض الشعبي الجزائري، بي أن بي باريبا، سوسيتي جينيرال، وشركة خاصة تال ماركت؛

حيث يعود إدراج أول شركة متخصصة في قطاع الفنادق لشركة الأوراسي، وشركة صيدال في قطاع الصناعة الصيدلانية إلى سنة 1999، لتليها فيما بعد شركة أليانس للتأمينات سنة 2010، وفي سنة 2013 تم إدراج شركتي آن سي أ رويبة وشركة أوم انفست، مصدره بذلك سندات رأس المال بقيم وأحجام مختلفة؛

جدول رقم(07): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

إسم الشركة	الرمز في البورصة	القطاع	سنة الإدراج	نوع الأداة	القيمة الاسمية دج	عدد الأسهم
م.ت.ف الأوراسي	AUR	الفندقة	1999	سند رأس المال	250	6.000.000
أوم انفست	AOM	السياحة	2013	سند رأس المال	100	1.159.300
أليانس للتأمينات	ALL	التأمينات	2010	سند رأس المال	200	5.804.511
آن سي آ رويبة	ROUI	الصناعة الغذائية	2013	سند رأس المال	100	8.491.950
بيوفارم	BIO	الصناعة الصيدلانية		سند رأس المال	200	25.521.875
صيدال	SAI	الصناعة الصيدلانية	1999	سند رأس المال	250	10.000.000

المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/07/25.

غير أن عدد الشركات المدرجة وقيمة إصداراتها تمثل نسبة معتبرة مقارنة بعدد وحجم الشركات الناشطة في السوق الجزائري، وقد يرجع ذلك إلى الظروف السياسية والاقتصادية التي عاشتها البلاد خلال بداية نشاط البورصة، فضلا عن تباطؤ التأطير القانوني لعمل البورصة والتأهيل الفني للعاملين فيها لمواكبة مستجدات الأسواق المالية الإقليمية والدولية، إضافة إلى تسارع وتيرة العولمة والتكنولوجيا المالية ما جعل بورصة الجزائر أمام تحد كبير لمسايرة هذه التطورات، ما يحتم عليها الإسراع في وضع الخطط والاستراتيجيات اللازمة والمدروسة على حسب المتطلبات المحلية والتحديات الخارجية.

وحدد المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة: وضع الوسطاء ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة حيث يختص الوسطاء- أفراد أو شركات ذات أسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة- في البورصة بالقيام ب:

- توفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ 23 ماي 1993؛

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة والتداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض، والبيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج للأنشطة المذكورة سابقا، وتوسيع أنشطة الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات عديدة كضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

2. الوسطاء الماليين: (مركبي البورصة) هو مستشار مرافق، معترف به ومسجل لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، يجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة أو بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة استشارية في مجال المالية، القانون، استراتيجية الأعمال، بالإضافة إلى تمتعه بالخبرة الكافية في عمليات هيكل رأس المال واندماج وشراء المؤسسات، يتم تسجيلهم تلقائيا في قائمة مركبي البورصة شرط أن يقوموا بتعيين ممثلين عنهم محولين قانونيا، وهم: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، بي آن بي باريا الجزائر، صندوق التوفير والاحتياط-بنك، القرض الشعبي الجزائري؛ بالإضافة إلى المؤسسات التالية التي قامت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتسجيلها كمركبي للبورصة في 24 سبتمبر 2013 لمدة سنتين قابلة للتجديد، وهي:

- شركة ذات أسهم، جرانت تورنتون؛

- شركة ذات مسؤولية محدودة: آر أم جي للاستشارات؛

- شركة آرنست يونغ.

يتعين على جميع الشركات اختيار مركبي البورصة أثناء عملية إدراجها في السوق المالي، قبل عملية الإدراج وطول فترة تواجد المؤسسة في البورصة وحتى بعد ذلك، نظرا لدوره الأساسي في مراقبة احترام والتزام المؤسسات لقواعد الشفافية والإفصاح، وذلك من خلال المراحل التالية:

- **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسة تعيين مركبي البورصة لمساعدتها في إصدار السندات والتحضير لعملية الإدراج، مع توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها كإشهاد على صحة المعلومات والبيانات الواردة.
- **مرحلة الإدراج:** يستوجب على الشركة أن تبرم اتفاقية مع مركبي البورصة، يتم إعدادها وفقا لنموذج تحدده لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمدة متفق عليها لا تقل عن سنتين، ويجب إخطار اللجنة حال انتهاء الاتفاقية لتعيين مركبي بورصة جديد.
- **مرحلة ما بعد الإدراج:** يُكلف البورصة بمراقبة الشركات وضمان التزامها بالجوانب القانونية والتنظيمية، والإفصاح عن المعلومات وتقديم المشورة اللازمة لتصحيح الوضع.

المطلب الثالث: أساسيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر الفرع الأول: المنتجات المالية المتداولة في بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة أنواع عديدة من المنتجات تتمثل في

1. **الأسهم (سندات رأس المال):** تعتبر الأسهم العادية النوع السائد في الشركات الجزائرية، يمنح للمساهمين الحق في تصويت واحد، والحق في حصة من أرباح الأسهم، والحق في الحصول على المعلومات والحق في الأصول، بينما لا تخول الأسهم الممتازة لصاحبها حق التصويت، لكنها تمنحه الحق في أولوية الحصول على الأرباح. وتتكون سوق الأسهم من:

- **السوق الرئيسية:** موجهة للشركات الكبرى، وتحتوي حالياً على خمس شركات مدرجة هي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسي التسيير الفندقي الأوراسي: الناشط في قطاع السياحة؛
- اليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمين؛
- أن-سي-أ-روبية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
- مؤسسة بيوفارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

- **سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** مخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة*، تم انشاء هذه السوق سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة؛

* **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات، والتي تتميز بأنها: تُشغل من 1-250 شخصا، لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دينار جزائري، ولا تتجاوز حصيلتها السنوية 500 مليون دينار جزائري، تستوفي جميع معايير الاستقلالية.

وتُوفر هذه السوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:¹

- مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال عند انطلاقتها من خلال توفر سوق محكمة التنظيم لتوظيف استثماراتهم؛
 - التمويل التكميلي للتمويل المصرفي؛
 - تغيير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واعتماد الموارد اللازمة لتنميتها؛
 - تعزيز روح الانتماء ومشاعر الفخر لدى عمال المؤسسة، وضمان ولاء الموظف لها من خلال صيغ تتيح له المشاركة في رأس المال؛
 - سهولة الدخول والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات رأس المال الاستثماري؛
 - تخفيضات ضريبية على فتح رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتخفيض عدد المساهمين إلى 50 مساهما عوضا عن 300 مساهم و3 مستثمرين مؤسسائين (بنوك، مؤسسات مالية وشركات تأمين)؛
 - وجود متعهد تتمثل مهمته في القيام بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها، ويعتبر شريكا ماليا حقيقيا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى الطويل؛
 - تحسين سمعة واستدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الصعيد المالي والتجاري، وخاصة أن هذا الأمر من العوامل التي تضيف المصدقية في السوق الوطنية والدولية.
- وتعد شركة **AOM invest** هي الشركة الوحيدة المدرجة في هذه السوق.

2. السندات (سندات الدين): تتكون من:²

- سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم: السند هو صك مديونية يثبت وجود دين على شركة ذات أسهم أو دولة، له مدة استحقاق محددة وتسدد قيمته عند انتهاء هذه المدة، يحمل السند عائدا ممثلا في نسبة الفائدة التي يمكن أن تكون ثابتة أو تصاعدية أو متغيرة (مرتبطة بتغير مؤشر معين أو من خلال مراجعتها) وتدفع الفائدة بشكل دوري، ويمنح السند لحامله الحقوق التالية:

¹ بالاعتماد على:

- سليحي كريمة وهيفاء رشيدة تكاري، "الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية"، بحث مقدم في: مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد 13، 2018، ص: 13-16.

- مكايي الحبيب وبابا حامد كريمة، "البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، بحث مقدم في: مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 02، 2017، ص: 12، 13.

² أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/05/15.

- الحق في الاعلام من خلال الوثائق المرسله إلى حملة السندات والمعلومات التي تنشرها الشركة المصدرة بصورة دورية (سنوية أو نصف سنوية)؛
- الحق في الأرباح في شكل نسب فائدة إسمية؛
- الحق في الوفاء بالدين عند حلول تاريخ الاستحقاق؛
- الحق في التكتل بين حاملي السندات للمطالبة بحقوقهم والدفاع عن مصالحهم.

- **كتل سندات الخزينة العمومية:** هي عبارة عن سندات دين سيادية تصدرها الحكومة الجزائرية من خلال

المديرية العامة للخزينة وذلك لغرض تمويل العجز في ميزانيتها، تأسست سنة 2008، وتحصي حاليا

أكثر من 25 سند للخزينة العمومية بقيمة إجمالية تقارب 400 مليار دينار جزائري؛

يتم تداول سندات الخزينة التي تتراوح فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة من خلال الوسطاء في عمليات

البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة" المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

الفرع الثاني: الأوامر وتسعير المنتجات المالية في بورصة الجزائر

1. **الأوامر في بورصة الجزائر:** إن إدخال أوامر الشراء أو البيع في البورصة لا يتم إلا عن طريق وسيط معتمد في

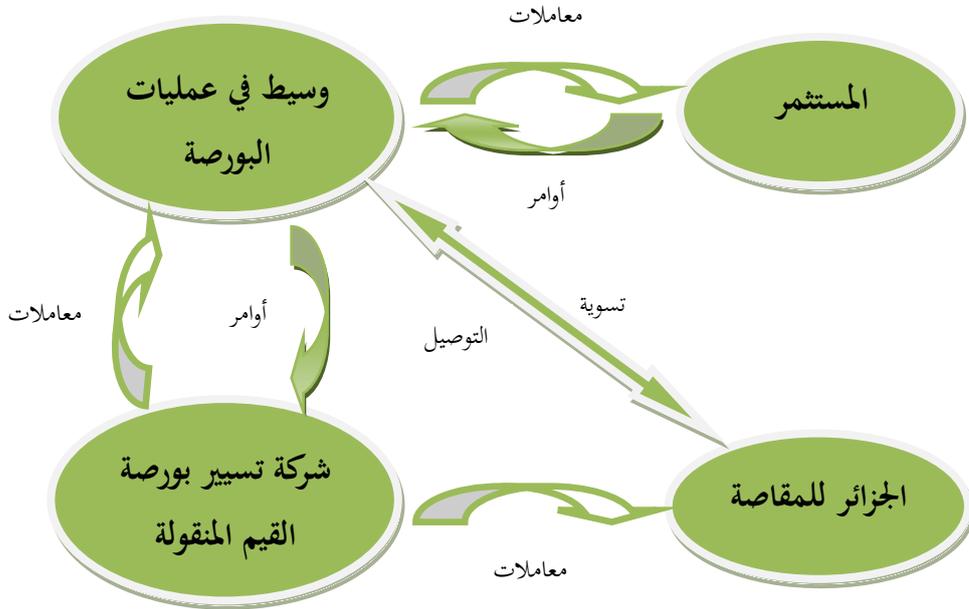
عمليات البورصة، ويجب أن يتضمن أمر البورصة بيانات ضرورية لكي يتم تنفيذه تنفيذًا صحيحًا، من بينها:¹

- هوية مقدم الأمر؛
- الغرض من العملية: شراء أو بيع؛
- عنوان أو اسم القيمة التي يتعلق بها الأمر؛
- كمية أو عدد السندات المطروحة للتداول؛
- السعر الأعلى (لشراء) والأدنى (لبيع) الذي يبدي المستثمر استعدادا لدفعه أو يقبل تقاضيه مقابل تنفيذ أمره؛
- فترة صلاحية الأمر والتي يجب أن لا تتعدى 30 يوما ابتداء من يوم إنشائه؛
- توقيع صاحب الأمر.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، منشورات بورصة الجزائر، "تعريف بورصة الجزائر"، في: 20/11/2019.

وتنتقل أوامر البورصة بين المتعاملين ووسطائهم حسب الشكل المبين أدناه:

شكل رقم(16): آلية انتقال الأوامر في بورصة الجزائر



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر "أوامر البورصة"، www.sgbv.dz، في: 2020/07/25.

وطبقا للأحكام التنظيمية لعمل البورصة، يمكن للأوامر أن تأخذ إحدى الأشكال التالية حسب بيانات السعر أو الصلاحية:¹

- حسب بيانات السعر: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة نوعين من الأوامر حسب السعر، وهما:

● أمر محدد السعر: هو أحد أنواع الأوامر في البورصة، حيث يحدد المشتري أو البائع السعر المرغوب سواء كان أعلى أو أقل من السعر الذي قرره لشراء أو بيع الورقة المالية.

● أمر بالسعر الأفضل: هو أمر بالشراء أو البيع بدون تحديد السعر ليتم تنفيذه بأفضل سعر متداول في السوق.

- حسب بيانات الصلاحية: تقبل شركة تسيير القيم المنقولة بأربع أنواع من الأوامر حسب فترة الصلاحية هي:

● أمر صالح لمدة يوم: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح فقط في جلسة التداول التي تلي تسجيله.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر "أوامر البورصة"، www.sgbv.dz، في: 2020/07/25.

- أمر صالح لتاريخ معين: وهو أمر بالشراء أو البيع صالح لغاية تنفيذه أو لغاية آخر جلسة تداول للبورصة في الشهر الجاري.
 - أمر ذو صلاحية محدودة: هو أمر بالشراء أو البيع مدة صلاحيته لا تتجاوز 30 يوما، ويعد صالحا لغاية انتهاء جلسة التداول المذكورة.
 - أمر صالح لغاية التنفيذ: وهو أمر بالشراء أو البيع لم يحدد له تاريخ انتهاء الصلاحية، وصلاحية تقديمه في السوق لا تتجاوز ثلاث أسابيع متتالية.
 - نوع خاص: "أمر على كل شيء أو لا شيء": هو أمر بالبيع أو الشراء لا يمكن تنفيذه بصفة مجزئة، وقد تم تجميد التعامل به مؤقتا، وذلك لتعزيز سيولة الأوراق المالية المسعرة في البورصة.
2. تسعير المنتجات المالية في بورصة الجزائر: ينص التنظيم العام لبورصة الجزائر على طريقتين للتسعير وهما التسعيرة بالثبيت والتسعيرة المستمرة، غير أنه منذ أن باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم تستعمل إلا طريقة التسعيرة بالثبيت، والتي تتمثل في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى على الورقة المالية الواحدة خلال جلسة التداول، وهذا السعر يسمح ب:¹
- تضخيم حجم الأوراق المالية المتبادلة؛
 - تقليص اختلال التوازن بين العرض والطلب؛
 - تقليص تذبذب الأسعار مقارنة مع سعر إغلاق آخر جلسة للبورصة.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر "أوامر البورصة"، www.sgbv.dz، في: 2020/07/25.

الفرع الثالث: مرتكزات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر

إن الإقدام على تجربة إصدار وتداول المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر لن يتحقق بمجرد توفر عنصر الرغبة بالالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية ونفي المحرمات المتعلقة بنشاطها، وإنما يتطلب ذلك وضع استراتيجيات شاملة ومتكاملة اقتصاديا وقانونيا وإداريا وشرعيا وفنيا، وذلك من خلال:¹

1. **توفير الإطار التشريعي والقانوني:** ويقصد به مجموع الاجراءات والخطوات والتدابير تحت مسمى المظلة القانونية أو النظام الأساسي لسوق الأوراق المالية الذي يختص بنشأة السوق، أهدافه ونظام عمله، رأسمال السوق والمساهمين فيه، نوع الأدوات المالية المتداولة وشروطها، وآلية عمل السوق، وكل ما يتطلب توفره لإصدار وتداول المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، وما يتبع ذلك من نظم ضريبية ولوائح تنظيمية تنظم عملية الإصدار والعلاقات بين المتعاملين وتوفر الحماية للمستثمرين ولقيمة أسهمهم وحجم عوائدهم، وتقديم التحفيزات والتسهيلات الممكنة فضلا عن فرض الأحكام التأديبية اللازمة في حال وقوع المخالفات، وتنوع هذه القوانين بين قانون الشركات، قانون الاستثمار، قانون المحاسبة، قانون الضرائب والجمارك، القانون التجاري... مع ضرورة أن تكون القوانين مرنة وقادرة على التأقلم مع مستجدات العمل والوضع المالي والاقتصادي، فضلا عن دور المراجعة الدورية في تصويب الانحرافات وتسديد الاتجاهات نحو الأهداف المسطرة والمرجوة.

2. **إنشاء الهيئات المساعدة على العمل المالي الإسلامي:** ويقصد به الإطار المؤسسي أو الكيان المنظم والقانوني الذي يشرف بصفة رسمية على تنظيم ومراقبة جميع عمليات السوق والمتعاملين فيها، وذلك بداية بوضع "هيئة عليا" تعنى بالإشراف على نشاط السوق ووضع القواعد واتخاذ الاجراءات الكفيلة بتحقيق أهداف السوق المالي الإسلامي، بالإضافة إلى الهيئات الأخرى التي تعمل تحت إشراف الهيئة العليا وسلطتها، والمتمثلة في:

- **هيئة الأوراق المالية:** هي الهيئة العليا في السوق، لها سلطة الإشراف والمراقبة على جميع مصالح السوق، وتتولى إصدار ومتابعة النظام الداخلي للسوق؛
- **سوق تداول الأوراق المالية:** يتم فيها تنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية؛

¹ بالاعتماد على:

- خليدة بوخولوف ورايح حمدي باشا، " آفاق تطبيق المعاملات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر"، بحث مقدم في: مجلة المدير، العدد 06، 2018، ص: 32، 33.
- بوكساني رشيد، " محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها"، بحث مقدم في: مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الإقتصاد العالمي، العدد 04، 2018، ص: 04-08.
- بن شعيب فاطمة الزهراء وبوذاهر سيف الدين، " إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر- الفعالية والاداء-"، بحث مقدم في: مجلة المالية والأسواق، المجلد الثاني، العدد 02، 2015، ص: 17-19.

- مركز إيداع وحفظ الأوراق المالية: يختص بتسجيل الأوراق المالية المتداولة وتوثيقها ونقل ملكيتها بعد إتمام الصفقات من ثم تسويتها بين المتعاقدين؛
 - شركات الخدمات المالية: ممثلة في الوسطاء الماليين؛
 - صندوق ضمان عمليات السوق: يختص بتسوية أي عجز عن الوفاء بالالتزامات المترتبة عن العقد من تسليم وتسلم الورقة المالية وثنها، وذلك من خلال مساهمات الوسطاء وتحت إشراف إدارة البورصة.
3. تأسيس المشاريع والمساهمة في رأسمالها وتهيئة مناخ الاستثمار: وذلك من خلال الاهتمام بالسوق الأولية (سوق الإصدارات) وزيادة قدرتها على إصدار الأصول الرأسمالية التي تنشأ وتمول المشروعات الانتاجية في مختلف المجالات: الصناعية، التجارية، الزراعية والخدمية، حيث أن شركات المساهمة تستمد أهميتها من خصائصها التي تساهم في توسيع قاعدة الملكية وجذب المدخرات، وانعكاس ذلك على السوق الثانوية وقدرتها على توفير السيولة اللازمة عند الحاجة إليها وتكلفة معقولة، فضلا عن تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي؛
4. تشجيع إنشاء المصارف وصناديق الاستثمار الإسلامي: حيث تعتبر المصارف الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامي وكذا شركات التأمين التكافلي ومختلف المؤسسات المالية من أهم المتعاملين الفاعلين في البورصة فضلا عن دورها في الترويج للأدوات المالية وتغطية الإصدارات وإدارة محافظ الأوراق المالية وتداولها لصالحها ولصالح عملائها، وكلما كانت المؤسسات المالية الوسيطة أكثر كفاءة ومصداقية انعكس ذلك على تعاملاتها في السوق المالي
5. إدراج وتداول الأدوات المالية الإسلامية: ومن أهم الأدوات المالية الإسلامية الممكن تداولها في السوق المالي أسهم الملكية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى الصكوك المالية الإسلامية بمختلف أنواعها والقابلة للإصدار والتداول في السوق المالي؛
6. رفع الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد: يكون ذلك عن طريق القيام بحملات إخبارية واسعة وهادفة بالاستعانة بمختلف وسائل الاعلام والاتصال للتعريف بأسس التمويل الإسلامي ومبادئه وآلياته ومقاصده، فضلا عن التسويق لمختلف الادوات المالية الإسلامية ما ينعكس على عرض رؤوس الأموال والطلب عليها، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال:
- معدل نمو شركات المساهمة ورأسمالها؛
 - حجم ودائع القطاع الخاص والادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الخام.
7. التأهيل والتدريب لكوادر العمل المالي الإسلامي في البورصة: ويقصد به إعداد وتأهيل وتدريب الكوادر والعاملين في بورصة الأوراق المالية بما يتناسب وخصوصية العمل المالي الإسلامي، لضمان انعكاس ذلك على أداء العمليات وتنفيذ الخطط الاستراتيجية الموضوعة بكفاءة عالية وفعالية وفق مقاصد الشريعة الإسلامية والنزاهة والمصداقية؛

8. توفير الإفصاح والشفافية وتخفيض تكلفة المعلومات والمعاملات: وذلك من خلال إتاحة المعلومات

لجميع المتعاملين في نفس الوقت والتكلفة، وتمكينهم من اتخاذ القرارات في الوقت المناسب وبناء توقعاتهم

المستقبلية، بالإضافة إلى تحقيق أرباح إضافية ورفع كفاءة السوق المالي من خلال توفر:

- المنافسة الحرة؛

- سرعة ودقة العمليات واستمراريتها؛

- المرونة في انتقال ملكية الأوراق المالية وتسوية الصفقات.

9. ضرورة التعاون الاقتصادي والمالي بين الجزائر وباقي الدول الإسلامية وغيرها: وذلك بهدف تحقيق

التكامل في مجال التمويل والاستثمار والتنسيق بين مختلف الخطط التنموية وتوسيع قاعدة المبادلات التجارية،

وهذا بهدف خدمة الأهداف الاقتصادية الحالية والمستقبلية وتوسيع نطاق المعاملات المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين

ولتحقيق الأهداف المسطرة من قبل بورصة البحرين وحسن تطبيق خطتها الاستراتيجية يتطلب منها تحقيق الأهداف المرحلية من الخطة وتحديد المهام التنفيذية، وبناء الأسس العريضة لرسم السياسات المستقبلية، ووضع الشروط الضرورية لإدراج الشركات المحلية والأجنبية، والأدوات المالية الإسلامية والتقليدية، والوسطاء الماليين ومختلف المتدخلين في البورصة، وهذا بهدف ضمان الكفاءة والفعالية في تنفيذ خطتها والالتزام بقواعد وسلوك العمل المهني وتحقيق أفضل الممارسات والجودة والتميز في أداء البورصة؛

كما قامت بورصة الجزائر في إطار جهودها الرامية إلى استدراك النقص الواقع على مستوى هيكلها التنظيمي وأدائها المالي، والالتحاق بركب التطور التقني والمالي لمختلف البورصات، برسم الإطار العام والشروط التفصيلية لسير عملها وعلاقتها مع مختلف الأطراف ذات العلاقة، وكذا آلية إدراج المنتجات المالية وشركات المساهمة الناشطة في السوق المالي الجزائري؛

لذا سيتم من خلال هذا المبحث التطرق لمختلف الآليات المتبعة لإدراج الشركات والمنتجات المالية في كل من بورصة البحرين وبورصة الجزائر، وكذا مختلف المؤشرات التي تعكس نشاط التداول في كل منهما:

المطلب الأول: أسس إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
المطلب الثاني: آلية إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
المطلب الثالث: مؤشرات الإدماج في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

المطلب الأول: أسس إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

الفرع الأول: مزايا الإدراج في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

يمنح إدراج المؤسسة في بورصة الجزائر العديد من المزايا وهي:¹

- رفع رأس المال وتعزيز الأموال الخاصة حيث تشكل في هذا الشأن مصدر تمويل بديل لا ينضب؛
- تنوع مصادر التمويل حيث تتيح الفرصة للشركة بتنوع مصادر التمويل من خلال المنتجات الواسعة التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة، وما إن يتم إدراج الشركة يمكنها التزود بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها؛
- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها؛
- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها ومصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي؛
- تنمية الموارد البشرية: حيث تخصص الشركة المدرجة جزءا من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين؛
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية لا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تجنبها الانقسام في حالة وفاة أحد المساهمين، وتضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال توزيع حصة رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة؛
- التغيير في نظام حوكمة الشركات حيث تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة، من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

في حين توفر بورصة البحرين للشركات المصدرة الاستفادة من الاعتراف الدولي والمصدقية من خلال المزايا التالية:²

- إطار تنظيمي متطور: حيث تمتاز بورصة البحرين بإطار تنظيمي متطور يوفر أسس قوية لإدراج الشركات وتقوية ثقة المستثمرين، فضلا عن متانة قوانين حوكمة الشركات لضمان حصول المستثمرين على المعلومات في الوقت المناسب وبشفافية تامة.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz، منشورات بورصة الجزائر "أوامر البورصة"، في: 2020/07/25.

² أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/07/30.

- منصة تداول ذات اصول متعددة: توفر بورصة البحرين للمستثمرين فرص التداول في العديد من الاصول منها: الأسهم، السندات، الصكوك، أذونات الخزينة، صناديق الاستثمار العقاري وغيرها.
- نظام تداول متطور: كما توفر البورصة للمتداولين نظاما متطورا (X stream) من شركة ناسداك، وهو الأكثر تطورا واستخداما من طرف مختلف البورصات في العالم لما يتميز به من سرعة التنفيذ وتسوية الصفقات والشفافية والأمان.
- نظام متطور للتسويات والإيداع المركزي: يوفر هذا النظام مزايا عديدة للمستثمرين وذلك لاعتماده على قيد البيانات الكترونيا، وتوفير نظام متطور لإدارة المخاطر ودعم وتعزيز سلامة وكفاءة نظام التسجيل والإيداع والتسوية.
- فرص أعمق للتوسع: تساهم بورصة البحرين من خلال وسطاء محليين وخارجيين بتوفير فرص أوسع لتداول الادوات المالية.
- التدفق الحر لرأس المال: توفر مملكة البحرين بيئة اقتصادية وتجارية مشجعة على الاستثمار تضمن غياب القيود على حركة رؤوس الأموال للشركات المدرجة والمستثمرين.
- مزايا الإدراج المزدوج: تهدف بورصة البحرين من خلال توفير فرصة الإدراج المزدوج إلى منح فرص أعمق للتسويق وتغطية الأسهم في عدة أسواق.

الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر

تختلف شروط الإدراج حسب نوع السوق المالي، والتي يمكن حصرها في:¹

1. السوق الرسمي: (سوق الأسهم)

- يجب أن تكون شركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم؛
- أن يكون للشركة رأسمال مدفوع بقيمة خمسة ملايين دينار جزائري (5 000 000 دج)؛
- أن تكون الشركة قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم الطلب؛
- أن تقدم تقرير تقييم لأصولها يُعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين أو أي خبير يُعترف بتقريره التقييمي؛
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول؛

¹ أنظر :

- موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر " أوامر البورصة"، www.sgbv.dz، في: 2020/07/25.

- موقع بورصة الجزائر، منشورات بورصة الجزائر " دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، www.sgbv.dz، في: 2020/08/18.

- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع لعناصر الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون بمثابة تقرير عن الرقابة الداخلية للشركة، أو المبادرة إلى تنصيبها إن لم توجد؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات والامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20 % على الأقل من رأس المال في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الادراج.

2. سوق السندات:

- تعتبر سندات الاستحقاق، السندات القابلة للتحويل إلى سندات رأس المال، سندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين، يجب أن يكون سعرها لقبولها للتداول في البورصة مساويا على الأقل خمسمائة مليون دينار جزائري (500 000 000 دج) وذلك يوم الادراج؛
- أما سندات الخزينة فتقبل بقوة القانون.

3. سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة: تعتبر شروط الادراج في السوق الرئيسية صارمة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لهذا أجرت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة ب:

- يجب أن تكون على شكل شركة ذات أسهم وينبغي لها أن تعين لمدة خمس سنوات مستشارا مرافقا؛
- يجب أن تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الادراج في البورصة؛
- تطرح سندات رأس المال التابعة لها للاكتتاب العام وتوزع على ما يقل عن خمسين مساهما أو ثلاثة مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج؛
- تنشر كشوفها المالية المصادق عليها للعامين الماضيين، أما شروط الارباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مطالبة بها وذلك دون الاخلال بأحكام القانون التجاري لشركات المساهمة.

4. المستثمرون المؤسساتيون: هي الهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة، البنوك المؤسسات المالية وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار والمؤسسات المسيرة لصناديق الاستثمار، والمؤسسات المسيرة للأصول.

الفرع الثالث: متطلبات الإدراج في بورصة البحرين

تتبع بورصة البحرين متطلبات مبسطة للإدراج لمختلف الأصول المتوفرة، وهي¹:

1. **الأسهم:** تختلف القواعد العامة لقبول الشركات في البورصة بين الشركات المحلية والشركات الغير بحرينية

والشركات المقفلة:

- **الشركات المحلية:** يتطلب منها:

- الالتزام بقانون الشركات التجارية، وقواعد ولوائح تداول الأدوات المالية المرخص لها من طرف مصرف

البحرين المركزي، ومتطلبات إدراج الشركات المساهمة؛

- أن يكون قد مضى على تأسيسها عام واحد على الأقل، وقادرة على نشر بيانات دقيقة لسنة قبل تاريخ

تقديم الطلب،

- أن لا يقل رأسمال الشركة الصادر والمدفوع عن مليون دينار بحريني، أو ما يعادله بالعملات الأخرى، وأن

لا يقل عدد الأسهم الصادرة والمدفوعة عن عشرة ملايين سهم، وأن قيمة السهم في السوق لا تقل عن

النسبة المدفوعة من القيمة الإسمية؛

- أن لا يقل حجم التداول في الأسهم عن الحد الأدنى الذي تحدده البورصة؛

- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج للشركات المساهمة، وأن يكون لديها مكتب تحويل وتسجيل

بالبحرين؛

- أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من ناحية الموجودات، السيولة المالية، توازن الهيكل المالي، وكفاءة

في الأداء العام للشركة؛

- على الشركة الالتزام بنشر بياناتها المالية في صحيفة محلية واحدة على الأقل قبل السماح بتداول أسهمها

في البورصة؛

- يجب على الشركة إرفاق المستندات اللازمة والضرورية مع استمارة طلب الإدراج.

- **الشركات الغير بحرينية:** تتمثل القواعد العامة لشروط قبول الشركات الغير بحرينية في البورصة في:

- أن تكون الشركة مساهمة عامة ومدرجة في السوق الدولية الأم أو مقفلة ومضى عليها ثلاث سنوات على

الأقل؛

¹ أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/07/30.

- أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 10 ملايين دولار أمريكي، وان تكون قد حققت أرباحا خلال السنوات الثلاث السابقة لتقديم الطلب؛
 - سلامة الوضعية المالية للشركة، وأن لا تكون لديها قيود تحد من حرية انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين؛
 - أن لا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم؛
 - أن يتم تعيين مكتب للشركة في البحرين يكون ممثلا عنها في تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح والتقارير وغيرها من المهام؛
 - إرفاق المستندات الضرورية مع استمارة طلب الإدراج.
- الشركات المقفلة:**
- على الشركة الالتزام بجميع الأحكام المتعلقة بالشركات المساهمة المقفلة على النحو المنصوص عليه في القانون؛
 - أن لا يقل رأسمال الشركة الصادر والمدفوع عن 200.000 دينار بحريني، أو ما يعادله بالعملات الأخرى، وأن لا يقل عدد الأسهم الصادرة والمدفوعة عن 200.000 سهم؛
 - وأن قيمة السهم في السوق لا تقل عن النسبة المدفوعة من القيمة الاسمية؛
 - أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج للشركات المقفلة، وأن يكون لديها مكتب تمثيلي في البحرين للقيام بعمليات التسجيل ونقل الملكية عند الحاجة؛
 - أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من ناحية الموجودات، السيولة المالية، توازن الهيكل المالي، وكفاءة في الأداء العام للشركة؛
 - يجب على الشركة تقديم استمارة الإدراج مرفقة بجميع الوثائق اللازمة لذلك.

2. السندات والصكوك: على الشركات المصدرة المهتمة بإدراج سنداتهما وصكوكها في السوق استيفاء المتطلبات التالية:

- على الجهة المصدرة الالتزام بجميع أحكام وقواعد إجراءات إدراج وتداول الأوراق والأدوات المالية المرخص لها من قبل مصرف البحرين المركزي؛
- الحصول على موافقة مصرف البحرين المركزي، والالتزام باتفاقية الإدراج الصادرة عن السوق؛

- مرور سنتين على تأسيس الجهة المصدرة للأداة المالية، وإن كانت الأداة أجنبية يجب أن تخضع للقوانين ذات العلاقة في دولة الإصدار؛
- أن يكون رأس المال المدفوع 10 مليون دولار أمريكي كحد أدنى، وأن تلتزم الجهة المصدرة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها في وسائل النشر المختلفة؛
- أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من ناحية الموجودات، السيولة المالية، توازن الهيكل المالي، وكفاءة في الأداء العام للشركة؛
- يجب على الشركة تقديم استمارة الإدراج مرفقة بجميع الوثائق اللازمة لذلك.

3. صناديق الاستثمار العقاري: يتعين على صناديق الاستثمار العقاري التي تعتمد الإدراج الالتزام بجميع متطلبات

مصرف البحرين المركزي والمتمثلة في:

- تعيين أمين العهدة؛
- تعيين مدير صندوق؛
- تعيين مشغل الصندوق؛
- تعيين مئتمن عقاري للعهدة؛
- الحصول على الموافقة اللازمة من طرف مصرف البحرين المركزي قبل تقديم طلب الإدراج في البورصة؛
- يتعين على صناديق الاستثمار العقارية استيفاء الشروط المحددة من قبل بورصة البحرين، والمتمثلة في:
 - أن يحتوي الصندوق على قيمة عقارية لا تقل عن 20 مليون دولار أمريكي، أو ما يعادلها بالعملة الأخرى؛
 - أن يضم الصندوق وحدتين عقاريتين تمثل 80% من دخل الصندوق؛
 - أن لا تزيد قيمة العقارات قيد التطوير عن 20% من صافي قيمة الصندوق؛
 - وضع الحد الأقصى المسموح به للاقتراض ب 60% من صافي قيمة الصندوق؛
 - إلزام الصندوق بتوزيع مالا يقل عن 90% من صافي الدخل على المستثمرين.
- يتعين على وحدات الصناديق المدرجة أن تكون تحت التسجيل الإلكتروني ووفقاً لنظام التسوية والإيداع المركزي؛
- يتوجب على أمين العهدة إصدار وحدات قابلة للتحويل؛
- يجب على الشركة تقديم استمارة الإدراج مرفقة بجميع الوثائق اللازمة لذلك.

المطلب الثاني: آلية إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

الفرع الأول: مراحل عملية الإدماج في بورصة الجزائر

تمر عملية إدراج المنتجات المالية في السوق المالي بعدة مراحل هي:¹

1. مرحلة ما قبل الإدراج: تعتبر الخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، وتتضمن المراحل التالية:

- القرار بإجراء العملية: تختص الجمعية العامة الاستثنائية للشركة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلي للإدخار؛

- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: يتطلب إدراج أي شركة في البورصة فحصا دقيقا على المستوى القانوني لضمان متطلبات القبول في التسعيرة؛

- تقييم الشركة: يجب على الشركة تقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين من غير محافظ حسابات الشركة، ليتم الاعتماد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع وإصدار الأسهم؛

- اختيار الوسيط في عمليات البورصة: لمساعدتها في العملية وتقديم المشورة لتحسين فرص توظيف السندات؛

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يستوجب على الشركة تقديم مشروع " مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بحيث تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي واستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة(العدد، السعر، الشكل القانوني...)

- إيداع ملف طلب القبول: حيث يجب أن يتوفر ملف طلب القبول حسب ما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 98/01 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛
- محضر الجهة المخولة التي قررت الاصدار؛
- مشروع المذكرة الاعلامية؛
- مشروع الدليل؛
- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛
- معلومات عن التمويل؛

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، الادراج في البورصة- الصفحة الرئيسية، في: 2019/10/29.

- معلومات اقتصادية ومالية؛
 - الوثائق القانونية؛
 - تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.
- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: تملك اللجنة أجل شهرين لدراسة الملف وبناء عليه يتم اتخاذ قرار منح أو رفض التأشيرة؛
- الانضمام إلى المؤتمن المركزي: وذلك من أجل تسجيل رأسمالها كاملا في حالة إصدار الأسهم، أو مبلغ القرض في حالة إصدار السندات؛
- حملة التسويق: سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الاعلام المختلفة وتوزيع الدلائل والمذكرات عبر كامل شبكة نقابات التوظيف؛
- بيع السندات: يتم البيع عموما بواسطة الشبكة المصرفية؛
- كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الادراج في التسعيرة يتم الإعلان بالقبول وتنشر نتائج العملية للجمهور؛
- تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية وذلك في ظرف ثلاثة ايام من ايام العمل ابتداء من تاريخ كشف النتائج؛

2. مرحلة الإدراج:

- يبدأ في هذه المرحلة قيد السند في التسعيرة بعد حصول الشركة على قرار القبول من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث تقوم البورصة بنشر التسعيرة في النشرة الرسمية موضحة تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخاله بالإضافة الى نتائج حصة التسعيرة؛
- كما تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف تتعلق بالرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة، عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية، مصاريف الاشهار والاتصال، يتغير مبلغها* تبعال:
- أسلوب الإدراج والسوق المختارة؛
 - حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

* أنظر موقع بورصة الجزائر ، www.sgbv.dz ، الادراج في البورصة- الصفحة الرئيسية، في: 2019/10/29.

3. مرحلة ما بعد الإدراج

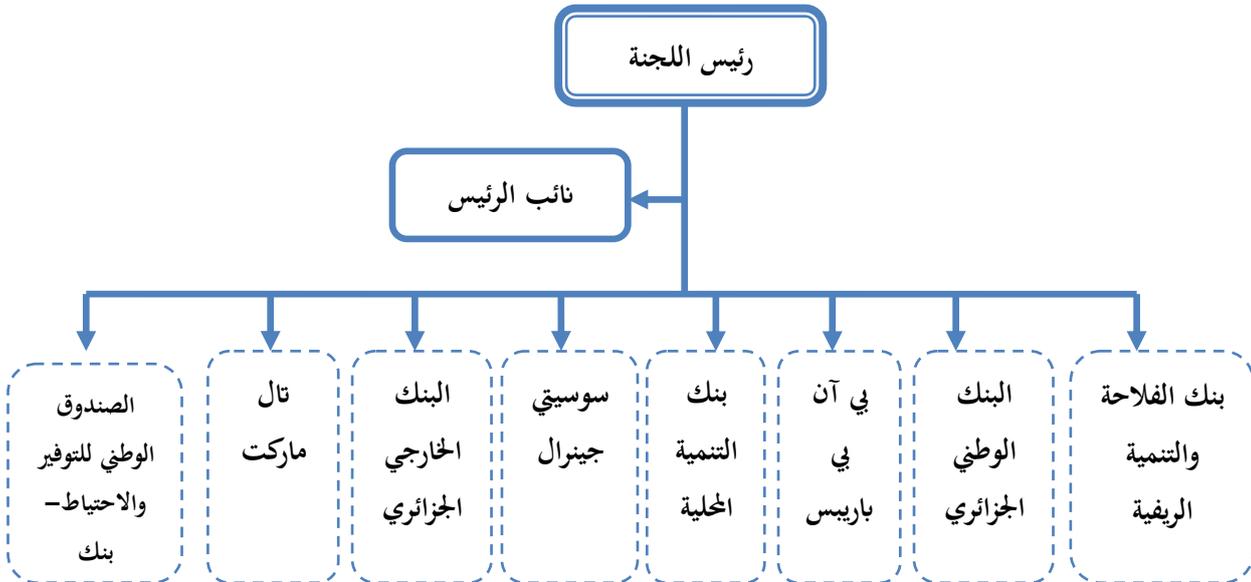
تأتي هذه المرحلة مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.

- **عقد السيولة:** يسمح للشركات من اجل ضبط أسعار الأسهم بشراء اسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة، الذي يتم توقيعه بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة لغرض تحديد شروط التي تحكم نيابة الوسيط عن الجهة المصدرة في سبيل تعزيز سيولة السندات وانتظام تسعيرتها.
- **نشر المعلومات:** تلتزم الجهة المصدرة بنشر المعلومات وإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام يخص تسعير السندات وله تأثير كبير على سعرها، إضافة إلى الاعلان عن تقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية وإيداع هذه الملفات لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

الفرع الثاني: آلية التداول في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

1. **لجنة التداول ببورصة الجزائر:** شُكلت لجنة التداول وفقا لقرار مجلس إدارة بورصة الجزائر بتاريخ 19 مارس 2001، وتتضمن ثلاثة أعضاء على الأقل يعينهم مجلس الإدارة ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، ويحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول" ولكل بنك وسيط الحق في صوت واحد فقط، تم تنصيبها بموجب نص المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم رقم 02/98، والمتضمن قواعد تسيير حصص التداول والتي انعقدت لأول مرة يوم 16 أبريل 2001؛¹

شكل رقم(17): تشكيلة لجنة التداول



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/08/11.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/08/11.

2. إجراءات التداول ببورصة الجزائر وبورصة البحرين

تخضع حصص تداول القيم المنقولة في السوق المالية الجزائرية لقرارات شركة تسيير بورصة القيم التي تأطر عملها:

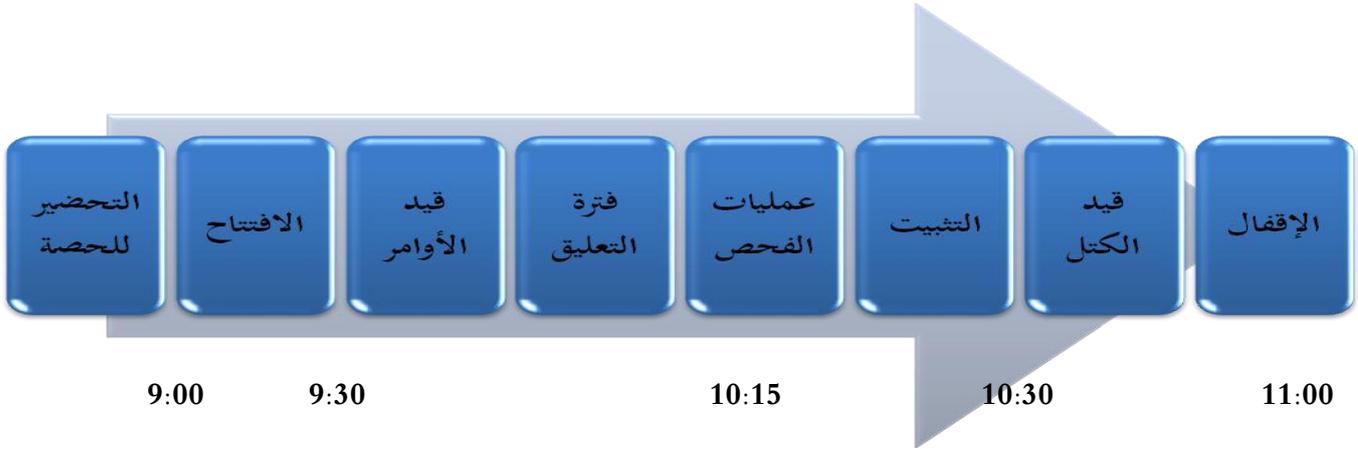
- تقام حصص التداول في مقصورة البورصة بمعدل ثلاثة ايام في الأسبوع على النحو التالي:¹
 - من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة لأسهم وسندات الشركات؛
 - من الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية.
 - تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنظيم جلستين للتداول على القيم المنقولة التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، وذلك بشكل أسبوعي يومي الاثنين والأربعاء؛
 - يقوم وسطاء البورصة في عمليات البورصة بقميد وبمركزة أوامر البورصة ضمن سجلات مركزية، وينبغي على الوسطاء إدخال الأوامر الصادرة من الزبائن في أقرب وقت ممكن؛
 - يتم تنفيذ الأوامر بمجرد استلام الأمر من قبل الوسيط في عمليات البورصة ويكون التبادل آليا من خلال نظام الكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت*، حيث تتيح هذه الطريقة:
 - تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
 - تقليص اختلال التوازن من جهة المشتري أو البائع؛
 - تقليص تقلبات الأسعار مقارنة مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.
 - في ختام كل حصة يتم إجراء عمليات الكتل التي تمثل أوامر البيع والشراء على عدد كبير من الأسهم و/أو السندات وذلك وفقا للسعر المحدد في السوق.
- أما عن التداول في بورصة البحرين فيتم بشكل يومي على فترتين:²
- الفترة التمهيديّة: تكون من الساعة 9:15 صباحا إلى الساعة 9:30 صباحا في السوق النظامي وسوق الإدراج الأولي؛
 - جلسة التداول: تكون من الساعة 9:30 صباحا إلى الساعة 01:00 ظهرا.

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/08/11

* نظام التسعير الثابت: هو تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول.

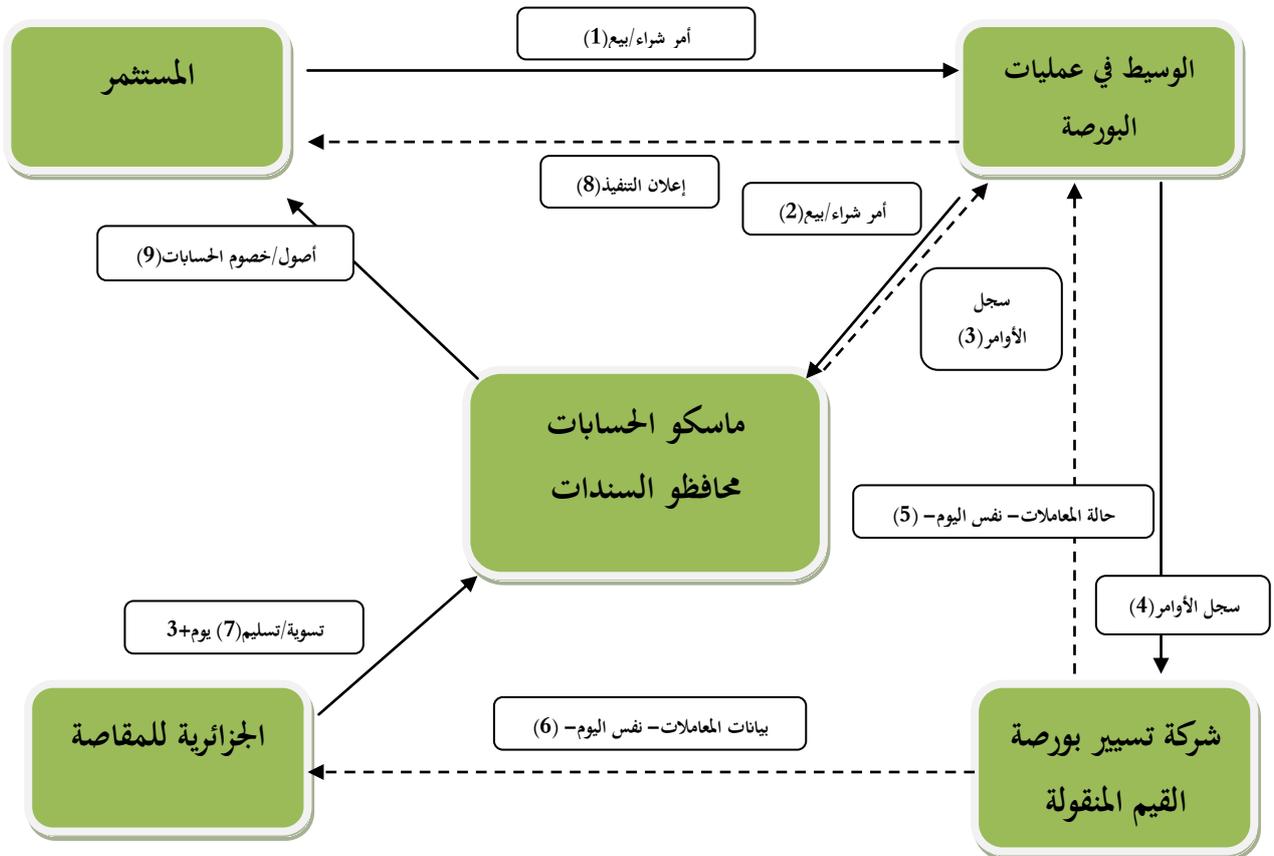
² أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/30.

شكل رقم(18): خطوات عملية تداول المنتجات المالية في بورصة الجزائر



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في 2020/08/11.

شكل رقم(19): عملية تداول السندات في بورصة الجزائر



المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/08/11.

الفرع الثالث: آلية إيداع وتسوية الإصدارات في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

1. نظام التسوية والتسليم ببورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر سوقا فورية، يتم فيها تسوية المعاملات من خلال:¹

- يلتزم فيها المشتري بالدفع الفوري لمقابل أوامر الشراء المصدرة ويسلم البائع السندات المتعلقة بأوامر البيع التي أجراها؛
- بعد إقفال الحصة، تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر النتائج في مقصورة التداول وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها في الانترنت لإطلاع الجمهور عليها؛
- بعد تنفيذ الأمر يتم نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة من خلال نظام الجزائرية للتسوية بعد ثلاثة أيام (يوم+3) بالنسبة للقيم المنقولة، ويوم واحد (يوم+1) بالنسبة لسندات الخزينة العمومية؛
- ساهم نظام الجزائرية للتسوية في التخلي عن التعامل الورقي بالنسبة للقيم المنقولة حيث أصبحت تسجل في حسابات السندات وتدار من قبل ماسكي الحسابات - محافظي السندات (tcc)؛
- يلتزم الوسطاء بالتأكد من أن أصحاب الأوامر يمتلكون السندات أو الأموال لتغطية العملية، وفي حالة عدم التسليم في الآجال المحددة يُعلن الوسيط في عمليات البورصة متخلفا عن التسليم وتحل محله شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في إعادة شراء السندات.

2. خدمات التسوية والإيداع المركزي ببورصة البحرين:

تقدم بورصة البحرين خدمات التسوية والإيداع المركزي وخدمات ما بعد التداول لجميع الأوراق المالية والأصول المتوفرة على منصة البورصة، وذلك بهدف تقديم بنية تحتية مالية للتسويات ما بعد التداول بشكل فعال وحفظ الأوراق المالية في بيئة آمنة ومضمونة، حيث تتنوع هذه الخدمات بين:²

- خدمات التسوية؛
- خدمات التسجيل المركزي؛
- خدمات الإيداع المركزي؛
- إجراءات إعلانات الشركة؛
- إدارة اجتماعات الجمعية العمومية؛
- خدمات الحافظ الأمين؛

¹ أنظر موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz، في: 2020/08/30.

² أنظر موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/30.

- إجراء عمليات الرهن؛
- عمليات التحويل المستثناة؛
- خدمات الاكتتاب؛
- خدمات الحساب الإلكتروني.

كما يتيح نظام الإيداع المركزي في بورصة البحرين جملة من المزايا للمستثمرين، وذلك لاعتماده على قيد البيانات الإلكترونية كنظام لبيان ملكية وحركة الأوراق المالية، ويتمتع أصحاب الحسابات في هذا النظام بسهولة تحويل وتسوية المعاملات إلكترونياً، فضلاً عن إمكانية الحصول على معلومات دقيقة وآنية حول ملكيتهم من الأوراق المالية، الأمر الذي يساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتخفيض الرسوم ودرجة المخاطرة؛

وللاستفادة من هذه المزايا يجب على كل مستثمر فتح حساب في النظام مع أي وسيط مرخص في البورصة، ليتم تحويل الأوراق المالية إلكترونياً عند القيام بتنفيذ أي عملية شراء أو بيع بين المستثمر البائع والمستثمر المشتري عبر وسائهم من خلال نظام الإيداع المركزي؛

وتتمثل المهام الرئيسية للتسويات والتقاص والإيداع المركزي في:

- إصدار أرقام المستثمرين؛
- تشغيل وإدارة نظام المقاصة والتسوية والإيداع المركزي؛
- تحديث بيانات حسابات الأوراق المالية على ضوء التعاملات التي تتم في البورصة من إيداع وبيع وشراء وتحويل وسحب للأوراق المالية المودعة؛
- فتح وحفظ حسابات الأوراق المالية في السجل المركزي للأوراق المالية وإظهار أرصدة الحسابات والتحويلات التي تتم عليها، وأية رهونات أو حقوق لأطراف أخرى؛
- إيداع الأوراق المالية عن طريق الأعضاء المشتركين؛
- إثبات عملية نقل الملكية الناتجة عن عمليات التداول في هذه السجلات وتقديمها للجهات المصدرة عند طلبها؛

- وأية مهام أخرى تتعلق بتسوية وتقاص وإيداع وتسجيل وحفظ الأوراق المالية في البورصة.

تتم تسوية الصفقات المنفذة في بورصة البحرين خلال يومي عمل (T+2) عن طريق قيدها إلكترونياً، كما تقوم البورصة بعملية التسوية النقدية لجميع الصفقات المنفذة لصالح أعضائها المشتركين عن طريق بنك التسوية، حيث تتم تسوية الأموال على أسس متعددة الأطراف في حين تتم تسوية الأوراق المالية صفقة بصفقة؛

تضمن بورصة البحرين وأعضاؤها المشتركون تسوية الصفقات خلال يوم التسوية، حيث أنشأت بورصة البحرين صندوق الضمان الذي يتكون من مساهمات الأعضاء المشتركين لضمان تسوية الصفقات في حال فشل أي من الأعضاء في الوفاء بالتزاماته المالية يوم التسوية (T+2)، أما في حال تجاوز أحد الأعضاء سقف التداول الخاص به

فيجب عليه دفع حصة من رصيد صافي الدفع كاحتياطي سيولة بعد يوم من تنفيذ الصفقة (T+ 1) ليتم تعديله فيما بعد خلال فترة التسوية (T+2).

المطلب الثالث: مؤشرات إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين

الفرع الأول: إحصائيات إدماج المنتجات المالية في بورصة البحرين

- في عام 2011 قامت البورصة بإدراج صكوك إسلامية صادرة عن الحكومة بقيمة 200 مليون دينار بحريني، بالإضافة إلى إصدار صندوق استثماري من قبل شركة سيكو للصناديق الاستثمارية بقيمة 5.9 مليون دولار أمريكي؛

- وفي عام 2012 تم إدراج صكوك التأجير الإسلامية بقيمة 160 مليون دينار بحريني، ليصل بذلك عدد إصدارات السندات والصكوك الإسلامية الحكومية إلى ثمانية إصدارات بقيمة تتجاوز مليار دينار بحريني؛
- على مستوى الإدراجات وفي سنة 2013 تم إصدار صكوك تنمية حكومية بقيمة 100 مليون دينار بحريني، وكذا إصدار سندات تنمية حكومية بقيمة 150 مليون دينار بحريني، علاوة على إصدار صندوق استثماري بحجم 9.9 مليون دولار أمريكي، ورغم انخفاض الدعم الحكومي إلا أن البورصة حققت إيرادات مالية معتبرة؛

- كما تم سنة 2014 إدراج أسهم شركة زين البحرين برأسمال مصرح به مدفوع قدره 368 000.00 دينار بحريني؛

- أما سنة 2015 فقد تم إدراج أربعة إصدارات صكوك من طرف مصرف البحرين المركزي نيابة عن الحكومة بقيمة 700 مليون دينار بحريني، وكذا إصدار سندات تنمية حكومية بقيمة 350 مليون دينار بحريني، كما يلحظ من خلال البيانات المالية انخفاض الدعم الحكومي بنسبة 72 % نتيجة تراجع أسعار النفط؛

- وفي سنة 2016 تم إدراج وحدات عهدة بنك الإسكان العقارية، و4 إصدارات للسندات و42 إصداراً لأذونات الخزينة، بالإضافة إلى انضمام شركة وساطة جديدة (تريداين) لقائمة الوسطاء الأعضاء المرخصين؛

- كما تم إدراج وحدات عهدة بنك الإسكان العقارية سنة 2017، وإصدارين للسندات، و33 إصداراً لأذونات الخزينة؛

- أما على مستوى الإصدارات فقد بلغت السندات والصكوك 15 إصداراً سنة 2018 بقيمة إجمالية قدرها 7.34 مليار دولار أمريكي، في حين بلغ عدد إصدارات أذونات الخزينة 6 إصدارات بقيمة 535 مليون دينار بحريني؛

- وفي 2018/12/09 تم رسمياً إدراج شركة "أي بي أم تريمينالز" البحرين والتي شكل إدراجها نقطة مهمة نحو تحقيق الأهداف الاستراتيجية لجذب مصدريين ومستثمرين جدد؛

- شهد عام 2019 إدراج أول شركة في سوق البحرين الاستثماري وهي شركة " سيرنكل " القابضة المتخصصة في مجال التكنولوجيا المالية، هادفة بذلك إلى المزيد من الإدراجات واستقطاب عدد أكبر من الشركات خلال السنوات القادمة؛
- اتحدت بورصة البحرين وشركة البحرين للمقاصة لتحقيق أهداف الخطة الاستراتيجية بنجاح على المستوى التشريعي والإداري والتقني، إذ حققت البورصة ثاني أعلى أداء على مستوى أسواق رأس المال الخليجية بارتفاع قدره 20.41 % ونمو القيمة السوقية بنسبة 23.6%.

الفرع الثاني: مؤشرات التداول ببورصة البحرين

في إطار تنفيذ البورصة لإستراتيجيتها التي تبنتها في بداية عام 2011 والهادفة إلى تطوير مختلف جوانب العمل، استطاعت تحقيق إنجازات نوعية في العديد من الجوانب التشريعية والفنية والتي صبت في مجملها في اتجاه تعزيز قدرات البورصة وإمكاناتها للنهوض بالتنمية الاقتصادية لمملكة البحرين؛

وسعيًا منها لتصبح سوقًا ماليًا رائدًا إقليميًا ودوليًا، واصلت بورصة البحرين تنفيذ محاور إستراتيجيتها الرامية إلى إيجاد أرضية صلبة ممثلة في المؤسسات المالية وغير المالية، شركات الوساطة والمكاتب الاستشارية، وغيرهم من المتعاملين الراغبين في الاستثمار في البورصة.

جدول رقم (08): تطور عدد الشركات والوسطاء ببورصة البحرين

الشركات والوسطاء	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
قطاع البنوك التجارية	-	08	07	07	07	07	07	07	07	07
قطاع الاستثمار	-	12	12	12	12	12	11	11	11	11
قطاع التأمين	-	05	05	05	05	05	05	05	05	05
قطاع الصناعة	-	09	09	09	09	10	10	10	12	11
قطاع الخدمات	-	03	03	03	03	03	03	03	03	03
قطاع الفنادق والسياحة	-	05	05	05	05	05	05	04	04	04
الشركات المقفلة	-	02	02	02	02	02	02	02	02	02
الشركات الغير بحرينية	-	05	04	04	03	03	02	01	01	01
شركات الوساطة	-	08	09	09	09	08	09	09	09	10
مكاتب الوساطة	-	03	03	03	03	03	03	03	02	02
مكاتب الحافظ الأمين	-	05	05	05	05	05	05	05	05	05
الشركات الاستشارية المتخصصة المعتمدة	-	-	-	-	-	-	-	05	05	06

المصدر: أُنظر موقع بورصة البحرين، التقارير السنوية (2011-2019)، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/22.

من خلال الجدول أعلاه المبيّن لمختلف المتعاملين في بورصة البحرين من بنوك وشركات تأمين والشركات الاقتصادية البحرينية والغير بحرينية، ومكاتب الوساطة والمكاتب الاستشارية، نلاحظ استقرارًا في تزايد عدد الشركات المدرجة عبر العشر سنوات السابقة (2011-2019)؛

بالإضافة إلى أن تنوع طبيعة الشركات المدرجة بين شركات مالية، صناعية، تجارية، خدمية، محلية ودولية، يزيد من نشاط البورصة واتساعها وعمقها، وذلك ضمن جهودها الرامية إلى تعزيز علاقتها مع المؤسسات والهيئات الفاعلة في نشاط البورصة داخليا وخارجيا والتعاون فيما بينها في العديد من المجالات ذات الاهتمام المشترك.

جدول رقم(09): تطور القيمة السوقية حسب القطاعات ببورصة البحرين

القيمة السوقية	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
البنوك	2,567.87	2,393.21	2,327.59	3,252.84	2,295.08	3,483.48	3,514.83	3,938.94	3,942.90	5,764.40
الاستثمار	2,240.97	1,679.55	1,617.33	175.80	1,125.57	1,723.04	1,914.78	2,124.86	2,100.70	2,235.20
الصناعة	1,301.74	953.84	942.79	915.97	3,793.81	1,096.38	1,005.53	869.03	979.90	1,253.90
الخدمات	1,066.17	871.78	629.37	1,690.11	197.61	547.92	473.97	891.79	868.60	609.30
الفنادق والسياحة	215.00	191.54	185.93	761.54	751.12	202.19	198.47	164.46	149.80	130.80
التأمين	170.77	164.49	152.62	166.69	163.88	146.90	140.86	157.25	156.70	141.10
السوق	7,562.52	6,254.41	5,855.63	6,962.95	8,327.07	7,199.91	7,248.44	8,146.33	8,198.60	10,134.70

المصدر: أنظر موقع بورصة البحرين، التقارير السنوية (2011-2019)، www.bahrainbourse.com، في: 2020/08/22.

من خلال بيانات الجدول أعلاه يمكن ملاحظة التزايد المستمر في القيمة السوقية لمختلف الشركات المدرجة في بورصة البحرين ومن مختلف القطاعات عبر العشر سنوات السابقة، حيث سجل قطاع البنوك ارتفاعا كبيرا من سنة 2010 إلى سنة 2019 قدره 3196.53 مليار دينار بحريني، في حين عرفت بقية الشركات في قطاع الاستثمار، الصناعة، الخدمات، الفنادق والسياحة، وقطاع التأمين استقرار ملحوظا في قيمتها السوقية إن لم نُقل تراجعاً طفيفاً في بعض القطاعات، غير أنها حققت في مجموعها ارتفاعاً قدره 2572.18 مليار دينار بحريني بين سنتي 2010-2019.

جدول رقم(10): تطور مؤشرات التداول ببورصة البحرين

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	مؤشرات التداول
10134624962	8198530435	8146333645	7248444952	7199907825	8327068304	6962951209	5855641334	6254410719	7562517045	إجمالي القيمة السوقية (دينار)
286406086	323832788	211338670	124453992	109974535	269332880	225868069	110243688	104966160	108410906	قيمة الأسهم (دينار)
1157308173	1441081638	1129826742	734391937	515560631	1127448492	1867760642	627707657	520223918	612188517	كمية الأسهم
20712	19225	19440	10592	11248	16217	14197	10168	11818	19647	عدد الصفقات
246	246	246	245	245	247	247	248	245	247	مجموع ايام التداول
1164252	1316393	859100	507975	448876	1090417	914446	444531	428433	438911	المتوسط اليومي لقيمة الأسهم
4704505	5858055	4592792	2997518	2104329	4564569	7561784	2531079	2123363	2478496	المتوسط اليومي لكمية الأسهم
84	78	79	43	46	66	57	41	48	80	المتوسط اليومي لعدد الصفقات

المصدر: أنظر موقع بورصة البحرين www.bahrain.bourse.com، التقارير السنوية (2011-2019)، في: 2020/08/18.

يُلاحظ من الجدول أعلاه أن تطور القيمة السوقية للشركات المدرجة ببورصة البحرين ينعكس على قيمة وكمية الاسهم المتداولة في هذه البورصة، حيث عرفت كمية الاسهم المتداولة ارتفاعا قدره 545 مليار سهم بين سنتي 2010-2019، ما قيمته 178 مليار دينار بحريني؛ أما عن عدد الصفقات المبرمة في بورصة البحرين فقد نشطا كبيرا وتزايد ملحوظا بين سنتي 2010-2019 قدره 1065 صفقة في اليوم، الأمر الذي يعكس النشاط الدائم والمستمر لبورصة البحرين والمتعاملين فيها على مدى العشر سنوات السابقة، وهذا يرجع إلى معالم الخطط الاستراتيجية التي وضعتها منذ بداية سنة 2011 والرامية إلى تعزيز الاقتصاد الوطني من خلال تقديم خدمات فعالة ذات اعتمادية عالية ومتنوعة لجميع أطراف ومكونات قطاع رأس المال.

الفرع الثاني: مؤشرات التداول ببورصة الجزائر

شهد عدد الصفقات المبرمة للشركات المدرجة ببورصة الجزائر تطورا مستمرا من سنة 2014 إلى غاية 2019، من 256 صفقة سنة 2014 إلى 455 صفقة خلال سنة 2019 بنسبة 56% خاصة بعد انضمام كل من شركتي آن سي أروبية وأوم أنفست إلى البورصة؛

جدول رقم(11): عدد الصفقات وحجم التداول للشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الشركات/ حجم التداولات	2014		2015		2016		2017		2018		2019	
	عدد الصفقات	حجم التداول										
أليانس للتأمينات	20	9682	50	16313	103	223128	102	270952	82	28305	79	22659
الأوراسي	38	15730	33	8656	19	3371	26	5585	47	8451	58	18034
آن سي أروبية	103	50359	92	91136	74	61888	84	37014	29	11110	21	19834
صيدال	95	28740	61	14424	43	14524	48	4810	89	21533	87	14663
بيوفارم	0	0	0	0	47	461078	185	149684	193	156006	207	173596
أوام أنفست	0	0	0	0	0	0	0	0	4	1100	3	280
المجموع	256	104511	236	130529	286	763989	445	468045	444	226505	455	249066

المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz، التقارير الشهرية لسنة (2014 - 2019)، في: 2020/07/25.

وفي مقابل ذلك أيضا عرف حجم التداولات تطورا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة، حيث سجل سنة 2014 104.511 سهم، بينما وصل سنة 2019 إلى 249.066 سهم أي بنسبة 42%، وهذا راجع إلى التعديلات والتغييرات التي أجريت على نشاط البورصة وهيكلها التنظيمي، حيث تم استحداث وظيفة مرقى البورصة الذي يتكفل بمتابعة الشركات وتنظيم عملها، بالإضافة إلى فتح سوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما أضفى حيوية أكثر على نشاط البورصة.

جدول رقم(12): تطور مؤشرات التداول ببورصة الجزائر

البيانات	2014	2015	2016	2017	2018	2019	المجموع
عدد أيام التداول	104	104	94	103	116	152	673
عدد الأوامر	3,706	2,969	1,860	3,150	3,758	3,294	18,737
حجم أوامر الشراء	433,235	719,802	1,401,388	1,337,331	1,206,116	2,663,529	7,761,401
حجم أوامر البيع	2,531,197	2,670,511	1,246,829	2,363,641	9,790,341	10,207,662	28,810,181
قيمة التداول	148,946,340.00	67,475,195.00	797,363,680.00	302,261,260.00	206,127,271.00	248,990,023.00	1,771,163,769.00
حجم التداول	104.511	130.529	763.989	468.045	226.505	249.066	1,942.554
عدد الصفقات	256	236	286	445	444	455	2122
المعدل اليومي لقيمة التداول	1432176.35	648799.95	8482592.34	2934575.34	1776959.23	1638092.26	/
المعدل اليومي لحجم التداول	1004.91	1255.09	8126.57	4544.13	1952.63	1638.59	/
المعدل اليومي لعدد الصفقات	2.46	2.27	3.04	4.32	3.83	2.99	/

المصدر: أنظر موقع بورصة الجزائر www.sgbv.dz، التقارير الشهرية لسنة (2014-2019)، في: 2020/07/18.

لقد شهد نشاط قاعة التداول لبورصة الجزائر تغييرات ملحوظة وتطورا كبيرا خلال السنوات الأخيرة الماضية، حيث تزايد عدد الأوامر مُقسّمة بين أوامر الشراء وأوامر البيع ما يمثل 2.230.294 و 7.676.465 كفارق بين سنتي 2014 و 2019 على التوالي؛

أما عن قيمة التداول فقد عرفت تزايدا ملحوظا وبلغت ذروتها سنة 2016، مسجلة بذلك ارتفاعا قيمته 100.043.683.00 دينار جزائري بين سنتي 2014 و 2019، ما يمثل 144.555 سهما بالزيادة؛

في حين تزايد عدد الصفقات من 256 سنة 2014 إلى 455 سنة 2019 بفارق قدره 199 صفقة، وهذا بالنظر إلى ارتفاع المعدل اليومي للصفقات ليبلغ أقصاه سنة 2017 بمعدل 4.32 صفقة في اليوم؛

هذا ما يعكس التغير والتطور الملحوظ لنشاط بورصة الجزائر مقارنة بالسنوات الماضية، إلا أنه يبقى نمو متباطئا بالنظر إلى التطورات الحاصلة على المستوى المالي والاقتصادي العالمي، هذا ما يشكل دافعا وتحديا على المستوى التشريعي، والفني والتقني، والإداري للنهوض بنشاط البورصة وانعكاس ذلك على الاقتصاد الوطني.

خلاصة الفصل الرابع

وتواصلت جهود بورصة البحرين لنشر الوعي الاستثماري، من خلال تنظيمها للعديد من الفعاليات والمحاضرات لإلقاء الضوء على الفرص المتوفرة للاستثمار لدى فئات واسعة من المواطنين والمقيمين، كما حققت البورصة العديد من الإنجازات على المستوى التشريعي، الفني، والتنظيمي بما يتماشى مع المحاور الرئيسية لإستراتيجيتها الهادفة إلى تعزيز قدرتها التنافسية لتوفير عدد أكبر من الخدمات التي تقدمها للمستثمرين ومصدري الاوراق المالية، بالإضافة إلى توفير خيارات استثمارية ومتنوعة للمستثمرين؛

وبهذا يعد المسار الذي انتهجته بورصة البحرين في إطار تطويرها لمنتجات مالية وتقنيات إدراجها في السوق المالي تجربة رائدة لمختلف البورصات من بينها بورصة الجزائر، من حيث وضعها لخطة استراتيجية على عدة مستويات ومتابعة تنفيذها وإدخال التعديلات اللازمة عليها من خلال ما يسمى بنظام للطوارئ، والاستفادة من تجارب وخبرات العديد من الهيئات والمكاتب الاستشارية المتخصصة، مع أخذ بعين الاعتبار خصوصية الأوضاع السياسية والاقتصادية وإمكانيات وقدرات الشركات الناشطة في السوق الجزائري عند وضع الخطط المستقبلية للتطور والنهوض بالاقتصاد الوطني.

الخاتمة

الخاتمة

وفي خِصَم كل هذا التطور والزَّخَم التكنولوجي في مجال التمويل والاستثمار وتقنيات التعامل في المؤسسات والأسواق المالية، وتزايد الطلب على رؤوس الأموال والاستثمار في الأدوات المالية، أضحت السوق المالي ضرورة حتمية لتعبئة مدخرات الأفراد والشركات وإعادة توزيعها بكفاءة وفعالية، وبأحدث الوسائل والتقنيات، وهذا لتسهيل وتسريع المعاملات من جهة، ولمواكبة ركب التقدم ومواجهة تحديات العولمة المالية من جهة أخرى؛ كما يعتبر المال من الناحية الشرعية أحد الكليات الخمس لقيام حياة الإنسان وتسوية المعاملات وتقييم الممتلكات، لذا يعد العمل على حفظه من جانب الوجود ومن جانب العدم مطلباً شرعياً بمختلف الوسائل والأدوات المشروعة، وكذا بالنسبة للآليات والتقنيات المستخدمة في عملية تداول الأدوات المالية يجب أن تكون موافقة لقواعد وضوابط الشريعة الإسلامية؛

ولتحقيق التوافق بين المطالب الشرعية والمتطلبات العملية تعد الهندسة المالية الإسلامية القائمة على إيجاد الحلول والآليات، والمنتجات المالية لمشاكل التمويل والاستثمار، السبيل الأنسب والأجمع لتحقيق الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية وأدائها في الأسواق المالية؛

وتتنوع المنتجات المالية الإسلامية بين منتجات التمويل القائمة على صيغ البيوع، ومنتجات الاستثمار التي تستند إلى صيغ المشاركة في المال و/أو العمل، لتربط في مجملها بين الدائرة الحقيقية والدائرة النقدية محققة بذلك التوازن المالي والاقتصادي، والاستقرار المالي في المؤسسات والأسواق المالية؛

في حين تعد آلية إدماج المنتجات المالية في الأسواق المالية الطريقة الأنسب للربط بين أصحاب رؤوس الأموال وبين أصحاب المشاريع، وذلك من خلال مختلف الآليات التي تتضمنها عملية الإدراج بداية بإصدار الأدوات المالية من طرف الشركات الراغبة في الحصول على التمويل في شكل عروض بيع للمنتجات المالية، ليتم مقابقتها بطلبات الشراء للراغبين في الاستثمار بالسعر التوازني في السوق المالي، وتختص الهيئات العاملة في البورصة بتسوية العمليات المالية بين الطرفين، وكل هذا ضمن معايير وضوابط الشريعة الإسلامية؛

لتمثل بورصة البحرين بدورها سوقا مالية متطورا في هذا المجال من خلال مواكبتها لأحدث التكنولوجيات المالية والتقنيات العملية، ووضعها لخطط واستراتيجيات تمكنها من الوصول لأهدافها المسطرة بكل فعالية، لتمثل بذلك تجربة ناجحة يُتخذى بها من قبل بقية البورصات ومن بينهم بورصة الجزائر، وإن كانت لا تعتبر سوقا مالية إسلامية بشكل كلي إلا أن سلوكها لمنهج محدد وبأسلوب علمي وعملي يمكنها من تحقيق أهدافها على أمل تحولها الكلي للعمل كسوق مالية إسلامية.

❖ نتائج الدراسة:

■ **نتائج الدراسة النظرية:** من خلال البحث في الجوانب النظرية والإطار المفاهيمي لمفردات موضوع البحث والعلاقة بين المتغيرات تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. يعتبر السوق المالي المرآة العاكسة لحركة الكتلة النقدية في الاقتصاد وما يقابلها من سلع وخدمات، حيث يساهم السوق المالي في استقطاب الموارد المالية بكفاءة وتخصيصها بفعالية، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات انتاجية بما يتماشى وتحقيق النمو والاستقرار الاقتصادي؛

2. وكما أن السوق المالي يعكس الوضعية الاقتصادية للبلد فإن أداءه وكفاءته تنعكس كذلك على أداء المؤسسات المالية وعلى الاقتصاد ككل، مبرزة بذلك الدور المتبادل والمتكامل بين مختلف المؤسسات والهيئات الفاعلة في الاقتصاد على النحو الذي تقتضيه السياسة المالية والنقدية المتبعة والقوانين المعمول بها وكذا النظام المالي الدولي؛

3. وعلى حسب تعدد وظائف السوق المالي وتنوع الأدوات المالية المتداولة فيه، ينقسم بدوره إلى عدة أنواع، منها ما يتماشى مع نوع الأدوات المتداولة، والآخر مع آجال تدوالها وأهمها ما يشمل مراحل الأدوات المالية من أول إصدار لها وصولا إلى حاملها النهائي.

4. تتنوع المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة فضلا عن المنتجات المالية الإسلامية الأصيلة والأخرى التقليدية التي لا تتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية، لتشمل المنتجات المالية الهجينة المكونة من عقدين أو أكثر والمجمعة وفق ضوابط الشريعة الإسلامية، وكذا الصكوك المالية الإسلامية التي تستند في تأسيسها

على صيغ وأساليب التمويل الإسلامي والتي تتلاءم مع جميع الأنشطة التمويلية والاستثمارية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

5. تقوم العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وبغرض مواكبة التطورات الحاصلة في مجال المالية الإسلامية والتغيرات الخارجية المهتدة لسير عملها ونتائجها المتوقعة، بانتهاج سياسة التطوير والابتكار المالي بهدف مواجهة المنافسة مع مثيلاتها من المؤسسات المالية الإسلامية ومقابل نظيراتها من المؤسسات المالية التقليدية، وذلك بغرض إدماجها في السوق المالي واستغلال فرص الاستثمار بكفاءة اقتصادية ومصداقية شرعية؛

6. تكتسي وظيفة الابتكار والتطوير أهمية بالغة باعتبارها تتركز على إيجاد آليات تمويلية جديدة من شأنها تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد، وابتكار حلول جديدة للإدارة المالية تغنيها عن الطرق التقليدية ومخاطرها، وذلك من خلال الاستفادة من المخزون الفقهي والشرعي للمعاملات المالية الإسلامية ومتطلبات تطبيقها في ظل الظروف الحالية، مع ضرورة مواكبة التقنيات الحديثة لتحقيق الأهداف المسطرة وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية؛

7. يكون نتاج الابتكار المالي منتجا ماليا يتميز بكفاءة اقتصادية ومصداقية شرعية تؤهله لاعتماده كمنتج مالي إسلامي والتعامل به كأداة للتمويل والاستثمار؛ حيث تعتبر المنتجات المالية الركيزة الأساسية لقيام السوق المالي، حيث يتم من خلالها استقطاب الأموال من أصحاب الفائض المالي وإعادة توزيعها على أصحاب العجز التمويلي بطريقة تضمن التوظيف الأمثل للموارد؛

8. تعتبر الصكوك المالية الإسلامية أحد مخرجات الهندسة المالية والابتكار المالي الإسلامي، تحكمها مجموعة من القواعد والضوابط الفقهية لتنظيم عملية الإصدار، التداول وصولا إلى مرحلة الاطفاء مع نهاية فترة الاستحقاق، وهي تستند في نشأتها إلى صيغ التمويل والاستثمار الإسلامية التي تمثلها، حيث تنقسم إلى صكوك التمويل التي تستخدم حصيلتها في تمويل شراء سلعة أو منفعة، حالية أو مستقبلية، وكذا صكوك الاستثمار التي تهدف إلى إقامة مشاريع مختلفة من الحصيلة النقدية لهذه الصكوك؛

9. يُعبر الإدماج عن الآلية التي يتم بها إدراج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي، وهو بذلك يكتسي أهمية بالغة في الربط بين أطراف العلاقة التمويلية من خلال توفير فرص التمويل والاستثمار والتوفيق بينها تبعا لقواعد السوق ووفقا لضوابط الشريعة الإسلامية، وذلك لضمان سلامة العمليات

من المخالفات القانونية والمحاذير الشرعية وتحقيقاً لأهداف التمويل الإسلامي في الربط بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي؛

10. تختلف كذلك المنتجات المالية الإسلامية من حيث آليات إدراجها وشروطه عن نظيرتها من المنتجات المالية التقليدية، وذلك لخضوعها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في جميع تفاصيلها والرامية إلى ضمان السلامة الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية فضلاً عن تحقيق الكفاءة الاقتصادية؛

11. يعد الإصدار أول الخطوات التي يتم بها إدماج المنتجات المالية في السوق المالي، حيث تقوم الجهات الراغبة في الحصول على التمويل اللازم لإنشاء مشاريعها أو تطويرها وحتى لتمويل دورة الاستغلال بإصدار أوراق مالية تمثل حقوقاً عينية و/أو نقدية، وتختلف طريقة الإصدار وشروطه على حسب نوع المنتج المالي أو الصيغة التمويلية التي تستند إليها مروراً بعدة مراحل وخطوات وتحت إشراف العديد من الهيئات داخل السوق المالي وخارجه؛

12. تمثل عملية التداول ثاني مرحلة بعد إصدار الأدوات المالية بهدف تمكين المتعاملين من الاستفادة من العروض المقدمة واختيار التوظيف الأمثل لمواردهم، حيث يتم فيه بيع وشراء المنتجات المالية بالطرق المعروفة للتداول إما بطريقة مباشرة أو بتفويض وسيط قد يكون شخصاً طبيعياً أو مؤسسة مختصة في عمليات السمسرة في السوق المالي؛

13. وتنتهي العملية بعد تنفيذ أوامر المتعاملين بالبيع والشراء، بتسوية المعاملات أو بالأحرى الوضعيات المالية بين الدائنين والمدينين من خلال ما يسمى بعملية المقاصة ليتم بعدها نقل ملكية الأصول المتداولة كل حسب حقه، وتتكفل الهيئات المختصة في السوق المالي بضمان نزاهة وشفافية العملية سعياً منها لتحقيق الهدف الذي أنشأ من أجله السوق المالي وأهداف الاقتصاد بصفة عامة؛

14. تتوقف عملية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي على عدة متطلبات منها ما يتعلق بالجانب التشريعي وأخرى بالجانب الفني والتقني وأهم ما في ذلك الجانب الشرعي الذي يضمن المصادقية الشرعية للمنتجات المالية، حيث تتولى هيئات الفتوى والرقابة الشرعية الإشراف على عمليات الإدماج ومتابعة مستجدات الهندسة المالية الإسلامية سعياً منها لتطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية وتحقيق الهدف من ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية وهو تنمية المال وتثمينه بطريقة شرعية تلي رغبات جمهور المتعاملين، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة؛

15. والحكم عن الشيء فرع عن تصوره، فالطريقة التي يتم بها إدماج المنتجات المالية التقليدية لا تتناسب من حيث مبنائها ومقصدتها الشرعي مع مقاصد الشريعة الإسلامية، حيث تهدف هذه الأخيرة إلى حفظ الكليات الخمس (الدين، النفس، العقل، النسل والمال) كهدف أعلى، من ثم وضع بعض القواعد الفقهية والضوابط الشرعية لتصفية ما يناسب المجتمع المسلم من أوليات في الاستثمار ويحفظ أمواله من جانب الوجود والعدم؛

■ نتائج الجانب التطبيقي: من خلال إسقاط المفاهيم والنتائج النظرية على الواقع العملي تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة وخصبة قادرة على استيعاب مختلف الفرص الاستثمارية المحلية والدولية، وذلك بعد توفير التنظيمات التشريعية والأطر القانونية التي تساعد على جذب المدخرات وإعادة توجيهها بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية؛
2. أن ضعف البنية التحتية للمؤسسات والشركات الجزائرية، ونقص الوعي الادخاري والاستثماري لدى جمهور المتعاملين أدى إلى ضعف نشاط السوق المالي ونقص الأدوات المالية المتداولة فيه، بالإضافة إلى تسرب الموارد المالية إلى السوق الموازية ونقص الثقة في الشركات والمعلومات المقدمة، هذا ما أسفر عن عدم التناسق بين متطلبات أصحاب الفائض المالي واحتياجات أصحاب العجز التمويلي؛
3. عرفت الأوضاع المالية والاقتصادية في الجزائر تغييرات كثيرة خاصة بعد الانتقال من اقتصاد المدائنة إلى اقتصاد السوق، وهذا على مستوى المنظومة التشريعية والهياكل الإدارية، والسياسات والخطط المتبعة لنهوض بالاقتصاد الوطني والاستفادة من الآليات الجديدة والمستوردة لاقتصاد السوق، فضلا عن تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 والتي هزت قواعد المنظومة المصرفية والمالية؛
4. تعد بورصة البحرين أحد أهم الأسواق المالية الناشطة على المستوى الإقليمي والدولي، وذلك لما تقدمه من منتجات وخدمات كثيرة ومتنوعة تلبي رغبات المتعاملين، وذلك نتيجة وضعها لأهداف وخطط إستراتيجية تمكنها من استغلال مواردها المالية واستقطاب الاستثمارات الأجنبية للنهوض باقتصادها الوطني؛

5. كما تأثرت سوق البحرين للأوراق المالية بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 باعتبارها سوقا ماليا ناشطا يسعى إلى تحقيق الريادة الإقليمية والدولية، غير أن درجة تأثرها تختلف عن السوق المالي الجزائري حيث قامت بتحويل طبيعتها القانونية إلى شركة مساهمة مقفلة تحت مسمى " بورصة البحرين" كسوق متعدد الأصول، توفر تشكيلة متنوعة من الخدمات والمنتجات المالية المبتكرة والمطورة وتلبي حاجات وتطلعات مختلف الأطراف ذات العلاقة، وذلك من خلال انتهاج خطط واستراتيجيات علمية وعملية للخروج من آثار الأزمة المالية وتحقيق الأهداف المرجوة؛
6. نوعت بورصة البحرين خططها على المستوى القانوني والفني والإداري وكذا التقني حيث بادرت بوضع قوانين وتشريعات تنظم عمل البورصة وتحمي حقوق المتعاملين، بالإضافة إلى مواكبة أحدث التكنولوجيات المالية لتسهيل المعاملات واستخدام أحدث التقنيات على المستوى الإداري لتنظيم العمليات؛
7. أن انتشار العولمة المالية وتطور التجارة الخارجية أسهم في تقليص الفوارق بين مختلف الأسواق المالية، وذلك من خلال فتح المجال للتعاون والاشتراك بين مختلف الأسواق المالية، والاستفادة من التجارب والخبرات في مجال التقنية والهندسة المالية، لذا يعد المجال مفتوحا أمام السوق المالي الجزائري للاستفادة من تجربة بورصة البحرين في مجال تطوير المنتجات المالية الإسلامية ورسم الخطط اللازمة لتسهيل التعامل بها وتداولها وتوفير السيولة والأمان للمستثمرين، وذلك من خلال وضع الإطار التشريعي الذي ينظم عمل المؤسسات المالية الإسلامية والسوق المالي والمتعاملين فيه، من ثم الاستفادة من الجوانب الفنية والتقنية المعتمدة من قبل البورصات المتطورة، فضلا عن تأهيل وتدريب الموظفين والإداريين لضمان حسن تنفيذ العمليات في إطار من المصداقية والفعالية؛
8. ولتحقيق الأهداف المسطرة من قبل بورصة البحرين وحسن تطبيق خططها الإستراتيجية يتطلب منها تحقيق الأهداف المرحلية من الخطة وتحديد المهام التنفيذية، وبناء الأسس العريضة لرسم السياسات المستقبلية، ووضع الشروط الضرورية لإدراج الشركات المحلية والأجنبية، والأدوات المالية الإسلامية والتقليدية، والوسطاء الماليين ومختلف المتدخلين في البورصة، وهذا بهدف ضمان الكفاءة والفعالية في تنفيذ خططها والالتزام بقواعد وسلوك العمل المهني وتحقيق أفضل الممارسات والجودة والتميز في أداء البورصة؛

9. كما قامت بورصة الجزائر في إطار جهودها الرامية إلى استدراك النقص الواقع على مستوى هيكلها التنظيمي وأدائها المالي، والالتحاق بركب التطور التقني والمالي لمختلف البورصات، برسم الإطار العام والشروط التفصيلية لسير عملها وعلاقتها مع مختلف الأطراف ذات العلاقة، وكذا آلية إدراج المنتجات المالية وشركات المساهمة الناشطة في السوق المالي الجزائري؛
10. وكنتيجة أخيرة وإن كانت بورصة البحرين لا تعتبر سوقا مالية إسلامية بشكل كلي إلا أن سلوكها لمنهج محدد وبأسلوب علمي وعملي مكنها من تحقيق أهدافها المسطرة خلال العشر سنوات المحددة على أمل تحويلها الكلي للعمل كسوق مالية إسلامية، لتمثل بدورها السوق المالية الرائدة في هذا المجال من خلال مواكبتها لأحدث التكنولوجيات المالية والتقنيات العملية، ووضعها لخطط واستراتيجيات تمكنها من الوصول لأهدافها بكل فعالية، لتمثل بذلك تجربة فريدة يُتخذى بها من قبل بقية البورصات ومن بينهم بورصة الجزائر.

❖ مقترحات الدراسة: بعد الإلمام بجوانب الموضوع والتوصل إلى النتائج سابقة الذكر يمكن اقتراح:

1. إخضاع القوانين الوضعية لمبادئ الشريعة الإسلامية في مجال المالية الإسلامية خاصة في ظل التحديات الراهنة؛
2. إنشاء مراكز البحث والتطوير لمتابعة احتياجات الصناعة المالية الإسلامية، وتكون مركزا لطرح الحلول والآليات والمنتجات التي تساهم في حل مشاكل التمويل والاستثمار الإسلامي؛
3. تنويع تشكيلة أعضاء هيئة الرقابة في المنظومة المالية بين شرعيين وفنيين ومحاسبين واقتصاديين وباحثين لإعطاء نظرة شاملة وحكم علمي وعملي للمعاملات والأدوات المالية المتداولة؛
4. توقيع اتفاقيات شراكة مع البورصات العربية والدولية، والهيئات المتخصصة في مجال الهندسة المالية والمعاملات المالية الإسلامية، والاستفادة من الخبرات في مجال التعامل في الأسواق المالية؛
5. دراسة احتياجات الصناعة المالية الإسلامية على حسب البيئة الجزائرية ومتطلبات الإقتصاد الوطني، مع إمكانية الاستفادة من تجارب وخبرات بعض الدول خاصة من جانب الطرق والأساليب المتبعة والتقنيات المستخدمة للوصول إلى النتائج المتوقعة؛

6. وضع الأسس والبنى التحتية التي تتطلبها الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر، سواء من الناحية الشرعية، الفنية والتقنية، أو من الناحية المؤسسية كمختلف المؤسسات المالية الإسلامية، وصولاً إلى السوق المالي الإسلامي الذي يتم فيه تداول المنتجات المالية الإسلامية؛
7. تهيئة المؤسسات المالية في الجزائر للتحويل إلى العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، من ثم البحث في سبل التعامل بالمنتجات المالية الإسلامية للتمكن من إدماجها في السوق المالي الجزائري وفق ما تقتضيه الضوابط الشرعية.

❖ آفاق الدراسة:

1. أثر الإصلاحات القانونية الجديدة على مستقبل المالية الإسلامية في الجزائر - قانون المالية 2020-؛
2. تحديات المؤسسات المالية في الجزائر نحو ابتكار وتطوير منتجات مالية إسلامية؛
3. آفاق ومتطلبات الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر؛
4. متطلبات إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري.

قائمة المراجع

أولاً: الكتب الدينية

1. القرآن الكريم
2. مسلم بن الحجاج القشيري النيسابوري، "صحيح مسلم"، مؤسسة زاد للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الأولى، 2012.

ثانياً: القواميس

1. أحمد الشرباصي، "المعجم الاقتصادي الإسلامي"، دار الجيل، دون مكان نشر، 1981.
2. مُجَّد بن مكرم بن منظور، "لسان العرب"، ج10، دار صادر، بيروت، 1990.
3. مُجَّد عمارة، "قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية"، دار الشروق، بيروت، الطبعة الأولى، 1993.
4. نزيه حماد، "معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء"، دار البشير، جدة، الطبعة الأولى، 2008.

ثالثاً: الكتب

1. أحمد بن مُجَّد خليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الاسلامي"، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1426هـ.
2. أحمد صيام زكريا، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج، الأردن، الطبعة الأولى، 1997.
3. أدهم ابراهيم جلال الدين، "الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تمويل التنمية"، دار الجوهر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2014.
4. أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية-إطار في التنظيم وتقييم الاسواق المالية-"، اليازوري للنشر والتوزيع، دون سنة نشر.
5. أشرف مُجَّد الدوابه، "صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام للنشر والطباعة والتوزيع والترجمة، القاهرة، الطبعة الثانية، 2006.
6. إلهام وحيد دحام، "فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الإقتصادي"، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2013.

7. جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الاموال - الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات"، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، عين مليلة، الجزائر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2011.
8. جبار محفوظ، "أسواق رؤوس الاموال - الهياكل، الادوات، والاستراتيجيات - مخر تقييم أسواق رؤوس الاموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العوامة، جامعة سطيف، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2011.
9. جيهان جمال، "عالم البورصة - رؤية تحليلية تعليمية بسيطة-"، كايرو كوبي سنتر، القاهرة، 2008.
10. حمدي عبد العظيم، "التعامل في أسواق العملات الدولية"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، القاهرة، 1996.
11. حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية - أداؤها المالي وآثارها في سوق الاوراق المالية-"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، دون سنة نشر.
12. دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012.
13. دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
14. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الاثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، ط1، 2009.
15. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق - دراسة واقعية لازمة المالية العالمية-، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
16. 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، 2005.
17. السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
18. شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002.
19. صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في الاوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2012.

20. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية، المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001.
21. عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية- بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى.
22. عباس كاظم الدعمي، "السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
23. عبد الباسط كريم مولود، "تداول الأوراق المالية-دراسة قانونية مقارنة-، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، الطبعة الأولى، 2009.
24. عبد الحليم عمار غربي، "الصناعة المصرفية الإسلامية- ماضيها وحاضرها ومستقبلها"، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2017.
25. عبد الحميد الغزالي، "حول المنهج الاسلامي في التنمية الاقتصادية"، دار الوفاء للطباعة والنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، الطبعة الاولى، 1989.
26. عبد الكريم قندوز، "الابتكار المالي ومقدمة إلى الهندسة المالية"، E-Kutub Ltd، لندن، بريطانيا، الطبعة الأولى، 2017.
27. عبد الكريم قندوز، "هندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، مؤسسة الرسالة ناشرون، بيروت ، الطبعة الأولى، 2008.
28. عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، "العقود المالية المركبة- دراسة فقهية تأصيلية وتطبيقية-"، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2010.
29. عدلي علي حماد، "أحكام صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة فقهية قانونية مقارنة-"، أطروحة دكتوراه منشورة في التمويل الاسلامي بالجامعة الاسلامية العالمية، بماليزيا، مطبعة فور كولورز، 2010.
30. عز الدين محمد خوجة، مراجعة عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، مجموعة دلة البركة- إدارة البحث والتطوير-، البحرين، الطبعة الأولى، 1993.
31. عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية-محافظ الاستثمار: العائد، المخاطر بانواعها، التنوع واستراتيجية إدارة المحفظة، طرق تقييم الأداء"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.

32. علي محي الدين القره داغي، " أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية- المشكلة والحلول-دراسة فقهية اقتصادية-"، المعهد الاسلامي للبحوث التدريب، البنك الاسلامي للتنمية، جدة، الطبعة الأولى، 2003.
33. فهد عبد الله الحويمي، " المال والاستثمار في الاسواق المالية"، مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الرياض، الطبعة الثانية، 2006.
34. فيصل محمود الشواوره، " الاستثمار في بورصة الاوراق المالية- الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية في بورصة الأوراق المالية بالتطبيق على بورصة عمان"، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن، الطبعة الأولى، 2008.
35. مائير كوهين ترجمة الحكم أحمد الخزامي، " الأسواق والمؤسسات المالية- الفرص والمخاطر-"، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الاولى، 2007.
36. مبارك بن سليمان آل فواز، " الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، الطبعة الأولى، 2010.
37. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، الجزء الأول، الطبعة الأولى، 2005.
38. محمد ابراهيم عبد الرحيم، " اقتصاديات النقود والبنوك"، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2014.
39. محمد أحمد محمود العمارنة، "رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة-دراسة مقارنة-"، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، الطبعة الأولى 2014.
40. محمد الأمين ولد عالي، " التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية- السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي-"، رسالة دكتوراه منشورة، دار ابن حزم، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2011.
41. محمد الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007.

42. مُجّد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الاوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2014.
43. مُجّد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الاسكندرية، 2008.
44. مُجّد عوض عبد الجواد و على ابراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة-أسهم، سندات، أوراق مالية-"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
45. محمود مُجّد الداغر، "الأسواق المالية-مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2007.
46. محمود مُجّد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الاسلام"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الثانية، 2009.
47. مرضي بن مشوح العنزي، "فقه الهندسة المالية الاسلامية- دراسة تأصيلية تطبيقية-"، مكتبة الهاشمي، الطبعة الأولى، 2015.
48. مصطفى رشدي شيحة، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار المعرفة الجامعية، مصر، الاسكندرية، الطبعة السادسة، 1996.
49. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، 2009.
50. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر- الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات-، منشأة المعارف جلال حزي وشركاه، الاسكندرية، الجزء الثاني، 2003.
51. منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مركز الدلتا للطباعة، الاسكندرية، 2006.
52. مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل، "إدارة المشتقات المالية"، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2012.
53. نزار كاظم الخبكاني وحيدر يونس الموسوي، "السياسات الاقتصادية الاطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
54. هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

55. هوشيار معروف، "الاستثمارات والاسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2015.

رابعاً: الدوريات والمجلات

1. أحمد بلخير، "صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الاقتصاد الجزائري"، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية-، الجلفة، الجزائر، المجلد العاشر، العدد 02، 2016.
2. أشرف مُجّد دوابه، "المشتقات المالية في المنظور الاسلامي"، مجلة إسرا الدولية للمالية الاسلامية، ماليزيا، المجلد الأول، العدد 02، 2011.
3. باسل يوسف الشاعر، "التشريعات النازمة للصكوك الاسلامية في القانون الأردني- قانون رقم 2012/30 آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الاسلامية"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، بنك فيصل الاسلامي السوداني، المجلد الواحد والعشرون، العدد 01، 2013.
4. بن شعيب فاطمة الزهراء وبوزاهر سيف الدين، "إدراج المؤسسات وإعادة حيوية بورصة الجزائر- الفعالية والاداء-"، بحث مقدم في: مجلة المالية والأسواق، المجلد الثاني، العدد 02، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2015.
5. بن فريجة حسام وداني لكبير معاشو، "استخدام منهج المحاكاة في الهندسة المالية الاسلامية- تكييف البنك الألماني للمشتقات المالية باستخدام صيغة الوعد-"، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 07، جامعة نور البشير، البيض، الجزائر، ديسمبر 2018.
6. بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها ومخاطرها-"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2004.
7. بنو جعفر عائشة، "الهندسة المالية الاسلامية كأداة لتطوير المنتجات المالية الاسلامية"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد الخامس، العدد 03، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2017.
8. بوكساني رشيد، "محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد الثاني، العدد 04، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2018.

9. تجاني مُجد العيد وعبد الغني دادن، " واقع وأهمية الصكوك المالية الاسلامية بالأسواق المالية الدولية- دراسة حالة السوق المالي الماليزي-"، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد الثالث، العدد 08، 2015.
10. حازم بدر الخطيب، "دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، العدد 11، ماي 2007.
11. حسان خبابة، " بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، المجلد الرابع، العدد 08، دون سنة نشر.
12. حسان خبابة، " دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، المجلد الثالث، العدد 05، فيفري 2004.
13. حسان خضر، " تحليل الأسواق المالية"، مجلة جسر التنمية سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الكويت، العدد 27، 2004.
14. حنان العمراوي، " الكفاءة الاقتصادية كأساس لتطوير المنتجات المالية الاسلامية"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد 06، ديسمبر 2016.
15. خالد بن سعود الرشود، " العقود المبتكرة للتمويل والاستثمار بالصكوك الاسلامية"، مجلة دراسات الأسواق المالية الاسلامية، المملكة العربية السعودية، المجلد الثالث والعشرون، العدد 04، 2013.
16. خليدة بوخلوف ورايح حمدي باشا، " آفاق تطبيق المعاملات المالية الاسلامية في بورصة الجزائر"، مجلة المدير، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، الجزائر، المجلد الخامس، العدد 06، 2018.
17. خنوسة عديلة وزيدان مُجد، " منتجات الهندسة المالية الاسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الاسلامية"، المجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد التاسع، العدد 17، جانفي 2017.
18. راهم لخديري، " العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية"، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، الجزء الأول، العدد 23، أفريل 2018.
19. رائد نصري أبو مؤنس، " قواعد هندسة المنتجات المالية الاسلامية- دراسة تحليلية-"، مجلة دراسات، علوم الشريعة والقانون، الجامعة الأردنية، الأردن، المجلد الثالث والأربعون، العدد 01، 2016.

20. زهرة بن سعدية ومُحَمَّد زيدان، "المنتجات المالية الإسلامية واستراتيجيات تطويرها"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد الرابع، العدد 07، جوان 2018.
21. سليحي كريمة وهيفاء رشيدة تكاري، "الاستثمار عن طريق إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة الجزائرية"، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، العدد 13، 2018.
22. سيف الدين ابراهيم تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الاسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد الثالث، العدد 01.
23. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي، العدد 11، 1999.
24. عبد الكريم أحمد قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية-مدخل الهندسة المالية-"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المملكة العربية السعودية، العدد 9، 2012.
25. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المجلد عشرون، العدد 02، 2007.
26. عدنان مُحَمَّد يوسف ربابعة، "صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، مجلة البحوث العلمية والدراسات الإسلامية، العدد 09، 2015.
27. عز الدين حملة وعثمان علام، "بورصة الجزائر بين الركود وآليات التنفيع"، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد الرابع، العدد 02، 2018.
28. عزوز عائشة، "الهندسة المالية الإسلامية كخيار استراتيجي لتنفيع السوق المالية الإسلامية"، مجلة المعيار، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، المجلد الثالث والعشرون، العدد 4، 2019.
29. عزيزة بن سميحة ومريم طيني، "دور الإفصاح المحاسبي والشفافية في تفيع بورصة الجزائر"، مجلة تاريخ العلوم، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد الرابع، العدد 07، 2017.
30. كروش نور الدين، "سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر-"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد السادس، العدد 01، جانفي 2014.
31. لمياء مُحَمَّد متولي، "العقود المركبة كما تناوها الفقهاء قديما وأبرز تطبيقاتها حديثا (المشاركة المتناقصة)"، مجلة الشريعة والقانون، القاهرة، مصر، المجلد الثالث، العدد 28، 2013.

32. محسن بن الحبيب، "الصكوك المالية الإسلامية البديل التمويلي لمشروعات التنمية"، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة، الجزائر، المجلد ثلاثة وثلاثون، العدد 02، 2019.
33. محمد الأمين خليوة وحنان علي موسى، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، غرداية، العدد 12، 2011.
34. محمد بن ابراهيم السحيباني، "آليات نقل الملكية في الأسواق المالية"، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، السعودية، المجلد الرابع عشر، العدد 01، 1428هـ.
35. محمود سحنون وحنان العمراوي، "اتجاهات تطوير المنتجات المالية على ضوء مقاصد الشريعة الإسلامية - دراسة للعقود الصورية -"، مجلة الإحياء، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، العدد 17 و 18، 2014 و 2015.
36. مرغاد لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي - مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 29، فيفري 2013.
37. مشري فريد و صبرينة عتروس، "السوق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات - تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)"، مجلة الاجتهاد القضائي، بسكرة، العدد 11.
38. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع اسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها -"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 07، 2010.
39. مكاوي الحبيب وبابا حامد كريمة، "البورصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 02، 2017.
40. نزهان محمد سهو، "أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد السادس والعشرون، العدد 02، 2010.
41. نوال ين عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية: البحرين -"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 09، 2011.
42. نور الدين بومدين، "أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، العدد 08، 2010.
43. هند مهداوي وفاطمة صباح ورفيقة صباح، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية - دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والعربية -"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، عين تموشنت، العدد 12، 2011.

44. يوسف ابراهيم يوسف، "السوق في ظل الإسلام- شكلها وضوابط وجودها-"، حولية كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، العدد السادس، جامعة قطر، 1988.
45. يوسف سعاد ومخلوف عبد السلام، "دور الهندسة المالية في ابتكار منتجات مالية اسلامية"، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، الجزائر، المجلد الثالث، العدد 01، 2017.

خامسا: الندوات والملتقيات

1. أحمد النجار، "الصكوك الاسلامية ودورها في تمويل الموازنة العامة للدولة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الاسلامية وسبل تطبيقها في مصر، القاهرة، 14 مارس 2012.
2. أحمد طرطار، "دور الهندسة المالية الاسلامية في علاج الأزمة المالية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 20، 21 أكتوبر 2009.
3. أحمد عبد العليم عبد اللطيف أبو عليو، "تداول الأسهم والصكوك وضوابطه الشرعية"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، منظمة التعاون الاسلامي، الجزائر، 9 يونيو 2012.
4. أشرف مُجَّد دوابه، "إدارة مخاطر الصكوك الاسلامية"، بحث مقدم في: مؤتمر المصارف الاسلامية اليمنية: الواقع... وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمنيين، صنعاء، الجمهورية العربية اليمنية، يومي: 20، 21 مارس 2010.
5. أشرف مُجَّد دوابه، "السوق المالية الإسلامية الموحدة- تحديات ومقومات-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي: الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول، تركيا، يومي: 8، 9 نوفمبر 2019.
6. آمال حاج عيسى وفضيلة حويو، "المشتقات المالية من منظور النظام المالي الاسلامي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، خميس مليانة، يومي: 5-6 ماي 2009.
7. بباس منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية الاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، سطيف، يومي: 20-21 أكتوبر 2009.

8. بن الضيف مُجد عدنان وربيح المسعود، " أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي-الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 24-23 فيفري 2011.
9. بن رجم مُجد خميسي، " المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها؟"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 20-21 أكتوبر 2009.
10. توفيق كمال الخطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2005.
11. جمال لعامرة، " المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
12. حكيم بوحرب، " دراسة أثر النصوص القانونية على عمليات الابتكار المالي الإسلامي - قانون الصكوك المالية الأردنية نموذجاً -"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
13. حمزة بن حسين الفعر الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-25 ماي 2010.
14. حيرش فايزة، " واقع واستراتيجيات تطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول اشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي: 12، 13 افريل 2016.
15. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، " نحو أسواق مالية إسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر العلمي الأول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8، 9 ماي 2005.

16. دربال عبد القادر ومهدي ميلود، "المنتجات المالية المركبة في البنوك الإسلامية بين حتمية الابتكار والمصدقية الشرعية- الاجارة المنتهية بالتمليك نموذجاً"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
17. سامي ابراهيم السويلم، "التحوط في التمويل الاسلامي"، بحث مقدم في: ندوة المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، البنك الاسلامي للتنمية، 2007.
18. سامي ابراهيم السويلم، "صناعة الهندسة المالية - نظرات في المنهج الاسلامي-"، بحث مقدم في: مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 2000.
19. سامي بن ابراهيم السويلم، "منتجات صكوك الإجارة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقويم-جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-25 ماي 2010.
20. سعدي هاجر ولعلام لامية، " دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية-العقود المركبة نموذجاً-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
21. سفيان حريز، " دور الهندسة المالية في الابتكار والتطوير-الصكوك الإسلامية نموذجاً-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
22. سليمان ناصر وربيعة بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية-دراسة تطبيقية على الصكوك السودانية الحكومية-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي- إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف-، معهد الدراسات المصرفية، الأردن، أيام: 6-8 أكتوبر 2012.
23. سليمان ناصر وربيعة بن زيد، " الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى امكانية الاستفادة منها في الجزائر"، بحث في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.

24. سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي-"، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، أيام: 25-28 ماي 2003.
25. سميرة مشراوي، "المعضلات الأربع ودور الصكوك الإسلامية في حلها- بنك دبي الإسلامي أمودجا-"، بحث مقدم في: المؤتمر الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي حول الأسواق المالية الإسلامية... بين الواقع والواجب، اسطنبول، تركيا، يومي 8، 9 نوفمبر 2019.
26. شالور وسام، "صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي-تجربة الشركة السعودية العالمية للبتر وكيمابوات-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
27. شرياق رفيق، "توسيع المشاركة الشعبية في تنشيط سوق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
28. صالح صالح وعبد الحليم غربي، "كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، يومي: 5، 6 ماي 2009.
29. صالح صالح وعبد الحليم غربي، "كفاءة صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 20، 21 أكتوبر 2009.
30. صالح مفتاح وريمه عمري، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي: 3، 4 ديسمبر 2012.
31. ضامن وهيبه وحشايشي سلمى، "مدى مطابقة المظهر الخارجي للمنتج الإسلامي مع مضمونه الداخلي- التورق المصرفي نموذجًا-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية

- بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
32. عبد الباري مشعل، "الصكوك الإسلامية- رؤية مقاصدية-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-25 ماي 2010.
33. عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "الوظائف الاقتصادية للصكوك- نظرة مقاصدية-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم- جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-25 ماي 2010.
34. عبد السلام عقون وكمال رزيق، "الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسماها وحلولها إسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.
35. عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية والاجتماعية، جامعة الكويت، يومي: 15، 16 ديسمبر 2010.
36. عبد الله ابراهيم نزال، "كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي... الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 23، 24 فيفري 2011.
37. عز الدين خوجة، "تطوير المنتجات المالية الإسلامية- المنهجية والآلية-"، بحث مقدم في: ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، يومي: 6-7 أبريل 2011.
38. علي محي الدين القره داغي، "واقع ومستقبل أسواق المال الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي: الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، اسطنبول، تركيا، يومي: 8-9 نوفمبر 2019.
39. عمار عودة، "إخفاق بعض إصدارات الصكوك- الأسباب والآثار-"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية- عرض وتقييم-، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-25 ماي 2010.
40. عيسى مرارقة ومحمد الشريف شخشاخ، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي-دراسة حالة مصرف أبو ظبي"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي-الواقع ورهانات المستقبل-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 23-24 فيفري 2011.

41. فتح الرحمان علي مُجّد صالح، " دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، بحث مقدم في: منتدى الصيرفة الاسلامية، بيروت، لبنان، يوليو 2008.
42. كتاف شافية وبن دعاس زهير، " آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية-دراسة حالة السوق المالية السعودية-"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
43. كوثر الأبجي، " المقومات اللازمة لتشريع الصكوك الاسلامية كمصدر تمويلي جديد في السوق المصرية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الاسلامية وسبل تطبيقها في مصر، 14 مارس 2012.
44. لعش أمال وشرقي سارة، " أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية- تجربة مصرف الإمارات الإسلامي في إصدار صكوك الإجارة"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014،
45. مُجّد البلتاجي، " صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الاسلامية وسبل تطبيقها في مصر، القاهرة، 14 مارس 2012،
46. مُجّد الحبيب التجكاني، " الأسس الشرعية للنشاط الاقتصادي في الاسلام"، بحث مقدم في: ندوة المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الاسلامي للتنمية حول: البنوك الاسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، المملكة المغربية، أيام: 18-22 يونيو 1990.
47. مُجّد تقي العثماني، " الصكوك الاسلامية وتطبيقاتها المعاصرة"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، منظمة التعاون الاسلامي، البحرين.
48. مُجّد جعفر هني وأحمد مدانيا، " التصكيك الاسلامي كآلية لتمويل قطاع الاسكان في الجزائر"، بحث في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية"، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
49. مُجّد زياد سلامة البخيت، "السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الرابع- الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الاسلامي-، كلية العلوم الإدارية، يومي: 15، 16 ديسمبر 2010.

50. مُجَّد علي التسخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، بحث مقدم في: الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الاسلامي الدولي، منظمة التعاون الاسلامي، البحرين.
51. مُجَّد علي القري، "أنواع الحقوق التي يمكن أن تكون محلاً لإصدار الصكوك"، بحث مقدم في: المؤتمر الثالث عشر للهيئات الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية.
52. مُجَّد علي القري، "كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الاسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين.
53. مُجَّد عمر جيسار، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، بحث مقدم في: مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية الواقع وتحديات المستقبل، الجمهورية العربية اليمنية، صنعاء، يومي: 20، 21 مارس 2010.
54. مُجَّد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الاسلامية"، بحث مقدم في: الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الاسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، غرداية، يومي: 23، 24 فيفري 2011.
55. مُجَّد يسر برنيه وحفيظ أبريك، "قضايا تطوير نظم الحفظ المركزي للأوراق المالية ودور المصارف المركزية"، بحث مقدم في: الاجتماع السنوي التاسع للجنة العربية لنظم الدفع والتسوية، صندوق النقد العربي
56. مُجَّد يونس البيرقدار، نحو تطوير عقود الاختيارات في ضوء مقررات الشريعة الاسلامية، بحث مقدم في: المؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الاسلامية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية، البحرين، يومي: 18-19 ماي 2009.
57. مفتاح صالح ورحال فطيمة، "واقع صناعة الصكوك الاسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
58. مفتاح عبد السلام عليلش، "الدور التنموي للصكوك الوقفية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الأوروبية للتمويل والإقتصاد الاسلامي - الأسواق المالية الاسلامية بين الواقع والواجب-، اسطنبول، تركيا، يومي: 8، 9 نوفمبر 2019.
- 3.59+-
60. منذر قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، بحث مقدم في: الندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، أيام: 2-4 نوفمبر 1998.

61. موسى بن منصور، "الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.
62. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "منهجية تطوير المنتجات المصرفية الإسلامية"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الأول حول صيغ مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت، يومي: 5، 6 أبريل 2011.
63. نوارا المبروك، "واقع صناعة الصكوك الإسلامية وتحدياتها - تقييم التجربة الماليزية -"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي الثاني للاكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي - الأسواق المالية الإسلامية... بين الواقع والواجب -، أسطنبول، تركيا، يومي: 8، 9 نوفمبر 2019.
64. هشام حنضل عبد الباقي، "الأسواق المالية والأزمات المالية والاقتصادية من منظور إسلامي"، بحث في: مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الكويت، يومي: 15، 16 ديسمبر 2010.
65. يوسف بن عبد الله الشبيلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم في: ندوة الصكوك الإسلامية - عرض وتقييم - جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي: 24-26 ماي 2010.
66. يونس صوالحي، "المنتجات المالية الإسلامية بين المحاكاة والإبتكار"، بحث مقدم في: المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية الإسلامية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 5، 6 ماي 2014.

خامسا: التقارير المالية والمواقع الإلكترونية

- المواقع الالكترونية:

1. موقع هيئة السوق المالية: www.cma.org.sa/pages/default.aspx.
2. موقع بورصة الجزائر، www.sgbv.dz.
3. موقع بورصة البحرين، www.bahrainbourse.com.

- المعايير والتقارير المالية:

1. المعيار الشرعي رقم (17)، "صكوك الاستثمار"، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مكتبة الملك فهد الوطنية، البحرين، نوفمبر 2017.
2. التقارير السنوية لبورصة البحرين (2011-2019).
3. التقارير الشهرية لبورصة الجزائر (2014-2019).
4. المنشورات ودليل عمل بورصة الجزائر (تعريف بورصة الجزائر، أوامر البورصة، الاستثمار في البورصة، دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الإدراج في البورصة).
5. المنشورات ودليل عمل بورصة البحرين (دليل سياسات حوكمة بورصة البحرين، المبادئ التوجيهية لإدارة المخاطر).

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	أشكال الابتكار المالي	55
02	المقارنة بين الأسهم وصكوك الملكية	87
03	المقارنة بين السندات وصكوك المديونية	91
04	أنواع عمليات التسوية	119
05	الوظائف المرتبطة بالتسوية والمؤسسات المالية المشتركة فيها	125
06	تطور عدد المنتجات المالية المدرجة ببورصة البحرين	151
07	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	167
08	تطور عدد الشركات والوسطاء ببورصة البحرين	192
09	تطور القيمة السوقية حسب القطاعات ببورصة البحرين	193
10	تطور مؤشرات التداول ببورصة البحرين	194
11	عدد الصفقات وحجم التداول للشركات المدرجة في بورصة الجزائر	195
12	تطور مؤشرات التداول ببورصة الجزائر	196

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	أنواع الأسواق المالية	15
02	الركائز الأساسية للابتكار المالي	56
03	معايير بناء وتقييم المنتجات المالية الإسلامية	74
04	خطوات عملية تصكيك المشروع الوقفي	92
05	دوافع الإصدار	104
06	آلية إصدار الصكوك	114
07	آلية انتقال الملكية واستقرارها وتوثيقها	120
08	نماذج عمليات التسوية	121
09	مراحل تسوية الصفقات ودور المؤسسات المالية المختلفة	124
10	التطور في آليات التنفيذ والتسوية	127
11	هيكل الحوكمة في بورصة البحرين	145
12	أعضاء مجلس إدارة بورصة الجزائر	145
13	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	146

162	هيكل مجلس إدارة بورصة البحرين	14
162	هيكل الإدارة التنفيذية لبورصة البحرين	15
178	آلية انتقال الأوامر في السوق المالي الجزائري	16
186	تشكيلة لجنة التداول	17
188	خطوات عملية تداول المنتجات المالية في السوق المالي الجزائري	18
188	عملية تداول السندات في بورصة الجزائر	19

فهرس المحتويات

- فهرس المحتويات -

الموضوع	الصفحة
المقدمة	أ-د
الفصل الأول: مفاهيم وأساسيات السوق المالي	47-01
المبحث الأول: ماهية السوق المالي	15-02
المطلب الأول: مفهوم السوق المالي	07-03
الفرع الأول: تعريف السوق المالي	04-03
الفرع الثاني: خصائص السوق المالي	06-05
الفرع الثالث: مرتكزات السوق المالي	07-06
المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه	11-08
الفرع الأول: أهمية السوق المالي	08
الفرع الثاني: أهداف السوق المالي	09
الفرع الثالث: وظائف السوق المالي	11-10
المطلب الثالث: أنواع السوق المالي	15-12
الفرع الأول: السوق المالي من حيث الإصدار والتداول	13-12
الفرع الثاني: السوق المالي من حيث أجل تنفيذ عمليات السوق	14-13
الفرع الثالث: السوق المالي من حيث أجل تداول الأدوات المالية	15-14
المبحث الثاني: آلية عمل السوق المالي	26-16
المطلب الأول: الهيكل التنظيمي للسوق المالي	18-17
الفرع الأول: اللجنة العليا (هيئة الأوراق المالية)	17
الفرع الثاني: اللجان الفرعية	18-17
الفرع الثالث: عضوية البورصة	18
المطلب الثاني: المتعاملون في السوق المالي	23-19
الفرع الأول: المصدرون والمستخدمون للأدوات المالية	19
الفرع الثاني: المؤسسات المالية الوسيطة	22-20

23-22	الفرع الثالث: الوسطاء الماليين
26-24	المطلب الثالث: الأوامر وتسعير الأدوات المالية في السوق المالي
25-24	الفرع الأول: الأوامر في السوق المالي
26-25	الفرع الثاني: تسعير الأدوات المالية في السوق المالي
45-27	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
36-28	المطلب الأول: الأدوات المالية الأساسية
30-28	الفرع الأول: الأسهم
34-31	الفرع الثاني: السندات
35-34	الفرع الثالث: أدوات سوق النقد
36-35	الفرع الرابع: الأدوات المالية الهجينة والمركبة
41-37	المطلب الثاني: الأدوات المالية المشتقة
38-37	الفرع الأول: تعريف وخصائص المشتقات المالية
39-38	الفرع الثاني: العقود المستقبلية والعقود الآجلة
41-39	الفرع الثالث: عقود الاختبار وعقود المبادلة
46-42	المطلب الثالث: الصناديق والمحافظ الاستثمارية
43-42	الفرع الأول: مفهوم الصندوق والمحفظ الاستثمارية
45-43	الفرع الثاني: أنواع الصناديق والمحافظ الاستثمارية
46-45	الفرع الثالث: مزايا صناديق الاستثمار
47	خلاصة الفصل الأول
95-48	الفصل الثاني: استراتيجيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية
65-49	المبحث الأول: استراتيجيات الابتكار المالي والهندسة المالية الإسلامية
53-50	المطلب الأول: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية ومتطلباتها
51-50	الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
52-51	الفرع الثاني: مبادئ الهندسة المالية الإسلامية

53-52	الفرع الثالث: متطلبات الهندسة المالية الاسلامية
60-54	المطلب الثاني: مناهج ومتطلبات الابتكار المالي الإسلامي
56-54	الفرع الأول: مفهوم ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية
58-57	الفرع الثاني: مناهج ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية
60-58	الفرع الثالث: متطلبات ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية
65-61	المطلب الثالث: استراتيجيات الابتكار المالي الإسلامي، الصعوبات والتحديات
62-61	الفرع الأول: استراتيجيات الابتكار المالي الاسلامي
64-63	الفرع الثاني: صعوبات ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية
65	الفرع الثالث: تحديات ابتكار وتطوير منتجات مالية اسلامية
78-66	المبحث الثاني: المنتجات المالية الاسلامية وأسس بنائها
70-67	المطلب الأول: مفهوم المنتجات المالية الاسلامية
67	الفرع الأول: تعريف المنتجات المالية الاسلامية
69-68	الفرع الثاني: خصائص المنتجات المالية الاسلامية
70-69	الفرع الثالث: مقومات المنتجات المالية الاسلامية
74-71	المطلب الثاني: معايير بناء وتقويم المنتجات المالية الاسلامية
71	الفرع الأول: مستوى المقصد من المنتج
72	الفرع الثاني: مستوى هيكل المنتج
74-73	الفرع الثالث: مستوى النتائج
78-75	المطلب الثالث: البدائل الشرعية للمنتجات المالية التقليدية
75	الفرع الأول: النظرة الاسلامية للمشتقات المالية التقليدية
77-75	الفرع الثاني: الأسهم العادية والمنتجات المالية المستحدثة
78-77	الفرع الثالث: صناديق الاستثمار الاسلامية
93-79	المبحث الثالث: الصكوك المالية الاسلامية وأنواعها
83-80	المطلب الأول: مفهوم الصكوك المالية الاسلامية
81-80	الفرع الأول: تعريف الصكوك الاسلامية وخصائصها

82	الفرع الثاني: متطلبات الصكوك المالية الاسلامية
83	الفرع الثالث: أهمية وأهداف الصكوك المالية الإسلامية
87-84	المطلب الثاني: صكوك الاستثمار
85-84	الفرع الأول: صكوك المضاربة
86-85	الفرع الثاني: صكوك المشاركة في الأرباح
87-86	الفرع الثالث: صكوك المشاركة في الإنتاج والنتاج
92-88	المطلب الثالث: صكوك التمويل
89-88	الفرع الأول: صكوك الإجارة
91-90	الفرع الثاني: صكوك المراجعة والسلم والاستصناع
92	الفرع الثالث: الصكوك الهجينة والصكوك الوقفية
93	خلاصة الفصل الثاني
140-94	الفصل الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
106-95	المبحث الأول: إدماج المنتجات المالية الاسلامية، مراحل وضوابطه الشرعية
99-96	المطلب الأول: ماهية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
96	الفرع الأول: مفهوم إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
97	الفرع الثاني: أهمية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
99-97	الفرع الثالث: متطلبات إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
103-100	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
101-100	الفرع الأول: ضوابط خاصة بالسوق المالي
102	الفرع الثاني: ضوابط خاصة بالأدوات المالية المتداولة
103-102	الفرع الثالث: ضوابط خاصة بالمتعاملين
106-103	المطلب الثالث: مراحل إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي
104-103	الفرع الأول: إصدار المنتجات المالية في السوق المالي
105	الفرع الثاني: تداول المنتجات المالية في السوق المالي

106	الفرع الثالث: إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي
127-107	المبحث الثاني: آليات إدماج المنتجات المالية الاسلامية في السوق المالي
116-108	المطلب الأول: آلية إصدارالمنتجات المالية في السوق المالي
109-108	الفرع الأول: أشكال وأساليب الإصدار
114-110	الفرع الثاني: خطوات إصدارالمنتجات المالية الإسلامية
116-115	الفرع الثالث: الأطراف المشتركة في عملية ال في عملية الإصدار
118-117	المطلب الثاني: آلية تداول المنتجات المالية في السوق المالي
117	الفرع الأول: أشكال تداول المنتجات المالية الإسلامية
118-117	الفرع الثاني: أنواع وأساليب تداول المنتجات المالية
118	الفرع الثالث: طرق تداول المنتجات المالية
127-119	المطلب الثالث: آلية إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي
121-119	الفرع الأول: أنواع ونماذج عمليات الإيداع والتسوية
125-122	الفرع الثاني: مراحل عملية الإيداع والتسوية والأطراف المشتركة فيها
127-126	الفرع الثالث: تطورعمليات الإيداع والتسوية
139-128	المبحث الثالث: الأحكام الشرعية لإدماج المنتجات المالية في السوق المالي
133-129	المطلب الأول: حكم إصدارالمنتجات المالية في السوق المالي
130-129	الفرع الأول: حكم إصدارالأسهم والسندات
132-131	الفرع الثاني: حكم إصدارالصكوك
133	الفرع الثالث: حكم إصدارأدوات سوق النقد
137-134	المطلب الثاني: حكم تداول المنتجات المالية في السوق المالي
135-134	الفرع الأول: حكم تداول الأسهم والسندات
136-135	الفرع الثاني: حكم تداول الصكوك الإسلامية
137	الفرع الثالث: حكم تداول أدوات سوق النقد
139-138	المطلب الثالث: حكم إيداع وتسوية الإصدارات في السوق المالي
138	الفرع الأول: حكم عملية التسوية

138	الفرع الثاني: حكم عملية المقاصة
139	الفرع الثالث: حكم عملية نقل الملكية
140	خلاصة الفصل الثالث
197-141	الفصل الرابع: استراتيكية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية وسبل إدماجها في السوق المالي الجزائري على ضوء تجربة بورصة البحرين
157-142	المبحث الأول: استراتيكية ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين
147-143	المطلب الأول: الإطار العام لبورصة البحرين وآلية عملها
143	الفرع الأول: تعريف بورصة البحرين
146-143	الفرع الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة البحرين
147	الفرع الثالث: أهداف بورصة البحرين
152-148	المطلب الثاني: الأهداف الاستراتيجية لتداول المنتجات المالية في بورصة البحرين
149-148	الفرع الأول: مرتكزات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين
151-150	الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة في بورصة البحرين
152-151	الفرع الثالث: الخدمات المالية المقدمة في بورصة البحرين
157-153	المطلب الثالث: آليات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة البحرين
154-153	الفرع الأول: الاجراءات المتبعة في الجانب التشريعي
156-154	الفرع الثاني: الآليات الفنية والتقنية
157-156	الفرع الثالث: الاجراءات المتبعة من الناحية الإدارية
176-158	المبحث الثاني: متطلبات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الإسلامية في بورصة الجزائر
164-158	المطلب الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر وآلية عملها
160-159	الفرع الأول: مراحل تأسيس بورصة الجزائر
162-160	الفرع الثاني: تعريف بورصة الجزائر
164-163	الفرع الثالث: مهام وأهداف بورصة الجزائر

168-165	المطلب الثاني: الأطراف المتعاملة في بورصة الجزائر
166-165	الفرع الأول: الهيئة العليا لبورصة الجزائر
166	الفرع الثاني: الهيئات التنظيمية
168-166	الفرع الثالث: الوسطاء في عمليات البورصة
176-169	المطلب الثالث: أساسيات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الاسلامية في بورصة الجزائر
171-169	الفرع الأول: المنتجات المالية المتداولة في بورصة الجزائر
173-171	الفرع الثاني: الاوامر وتسعير المنتجات المالية في بورصة الجزائر
176-174	الفرع الثالث: مرتكزات ابتكار وتطوير المنتجات المالية الاسلامية ببورصة الجزائر
196-177	المبحث الثالث: سبل إدماج المنتجات المالية الاسلامية في بورصة الجزائر على ضوء تجربة بورصة البحرين
183-178	المطلب الأول: أسس إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
179-178	الفرع الأول: مزايا الإدراج في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
180-179	الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة الجزائر
183-181	الفرع الثالث: متطلبات الادراج في بورصة البحرين
190-184	المطلب الثاني: آلية إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
186-184	الفرع الأول: مراحل عملية الإدماج في بورصة الجزائر
188-186	الفرع الثاني: آلية التداول في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
190-189	الفرع الثالث: آلية إيداع وتسوية الإصدارات في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
196-191	المطلب الثالث: مؤشرات إدماج المنتجات المالية في بورصة الجزائر وبورصة البحرين
192-191	الفرع الأول: احصائيات إدماج المنتجات المالية في بورصة البحرين
194-192	الفرع الثاني: مؤشرات التداول ببورصة البحرين
196-195	الفرع الثالث: مؤشرات التداول ببورصة الجزائر
197	خلاصة الفصل الرابع
205-198	الخاتمة
223-206	قائمة المراجع

224	فهرس الجداول
226-225	فهرس الأشكال
234-227	فهرس المحتويات

ملخص

تعتبر المالية الإسلامية أحد أهم المواضيع المطروحة على الساحة الاقتصادية على مستوى البلاد الإسلامية وغيرها، وذلك لما لها من دور كبير في الخروج من مخلفات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 هذا من الناحية الاقتصادية، أما من الناحية الشرعية فهي تعتبر مقصدا شرعيا في البلاد الإسلامية لأنها الوحيدة التي تتلاءم مع فطرة الشعب المسلم وتدعو إلى تشغيل الأموال وتثميرها للحصول على عوائد مجزية تضمن حرية الشعب واستقلالته وتحقيق العدل والكفاية لأفراد المجتمع؛

ولقد تطورت المالية الإسلامية على مراحل وعلى عدة مستويات منها الصيرفة الإسلامية، التأمين التكافلي، صناديق الإستثمار الإسلامية وصولا إلى سوق مالي إسلامي، حيث يتم في هذا الأخير اجتماع كل المؤسسات المالية الإسلامية عارضين أو طالبين للمنتجات المالية الإسلامية بهدف الإستثمار وتحقيق الأرباح أو لغرض القيام بعمليات السوق المشروعة، غير أنه ولكي يتم تداول هذه المنتجات في السوق المالي الإسلامي يجب أن تخضع لمعيار الكفاءة الشرعية من خلال توافقها مع مبادئ الشريعة الإسلامية من حيث الإصدار والتداول، وكذا معيار الكفاءة الاقتصادية وذلك من خلال تحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة منها وهي أكبر عائد بأقل التكاليف وأدنى المخاطر.

Abstract

Islamic finance is considered one of the most important topics on the economic arena at the level of Islamic countries and elsewhere, because of its great role in emerging from the remnants of the global financial crisis of 2008, from the economic point of view. It is compatible with the instinct of the Muslim people and calls for investing and investing money in order to obtain remunerative returns that guarantee the people's freedom and independence and achieve justice and sufficiency for members of society.

Islamic finance has developed in stages and at several levels, including Islamic banking, Takaful insurance, Islamic investment funds, and access to an Islamic financial market, where in the latter meeting all Islamic financial institutions offer or request Islamic financial products with the aim of investing and achieving profits or for the purpose of carrying out market operations. However, in order for these products to be traded in the Islamic financial market, they must be subject to the Shari'a efficiency standard through their compatibility with the principles of Islamic Sharia in terms of issuance and circulation, as well as the economic efficiency standard by achieving the desired economic goals, which are the largest return with the lowest costs and the lowest risks.