وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة 20أوث 1955 سكيكدة

République Algérienne Démocratique et populaire
Ministére de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique
université 20 Aout 1955- skikda

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الإقتصادية

Faculté des sciences économiques et commerciales et sciences des gestions
Département des sciences économiques

فعالية أدوات السوق المالي- دراسة مقارنة بين الأدوات التقليدية والإسلامية

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الإقتصادية تخصص : إقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الطالبة :
- بوخنان سكينة

تحت إشراف الأستاذ :
د/ شرون عزالدين

لجنة المناقشة

إسم و لقب الأستاذ	الصفة	الرتبة	الجامعة
د-قصاص شريفة	رئيسا	أستاذ محاضر- أ-	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
د- شرون عزالدين	مقررا	أستاذ محاضر- أ-	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة
د- ضياف علية	ممتحنا	أستاذ محاضر- ب-	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

السنة الجامعية : 2017-2018

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى...

من أحمل اسمه بكل فخر وإعتزاز،إلى سندي وقوتي أبي العزيز.

إلى...

ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل التي جعلت الجنة تحت أقدامها أمي العزيزة.

إلى...

أخي العزيز.

إلى...

خطيبي وزوجي المستقبلي.

إلى ...

صديقاتي: خولة، وداد، خولة، إكرام

إلى...

كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلمي.

سكينة

شكر وتقدير

" اللهم لك الحمد حتى ترضى، ولك الحمد إذا رضيت،ولك الحمد بعد الرضى "

أحمد الله عزوجل الذي أنعمني بنعمة العلم ووفقني إلى بلوغ هذه الدرجة

أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل ولو بكلمة تشجيع وبالأخص إلى الأستاذ المشرف الدكتور" **شرون عز الدين** " على توجيهاته القيمة والإرشادات الصائبة التي لم يبخل بها علينا

وإلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد

سكينة

قائمة المصادر والمراجع.

أولا: المصادر.

أ- **المعاجم.**

1. ابن منظور الإفريقي المصري أبى الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، **لسان العرب**، المجلد السادس، دار صادر، بيروت، 1990.
2. ابو الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، **معجم مقاييس اللغة**، دار الفكر.
3. الشرباصي أحمد، **المعجم الإقتصادي الإسلامي**، دار الجيل للنشر والتوزيع،1981.
4. الفيروز ابادي الشيرازي مجد الدين محمد بن يعقوب، **القاموس المحيط**، دار إحياء التراث العربي، لبنان،2003.
5. اليسوعي معلوف لويس، **المنجد في اللغة والأعلام**، دار المشرق، الطبعة الثامنة وثلاثون، لبنان.
6. رضا أحمد، **معجم متن اللغة**، المجلد الثالث، دار مكتبة الحياة، لبنان،1959.
7. عمارة محمد، **قاموس المصطلحات الإقتصادية في الحضارة الإسلامية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، لبنان،1993.
8. مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط**، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، مصر، 2004.
9. نزيه حماد، **معجم المصطلحات المالية والإقتصادية في لغة الفقهاء**، دار القلم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا،2008.

ثانيا: المراجع.

أ- **الكتب.**

1. ابو سليمان إبراهيم عبد الوهاب، **عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، السعودية،2000.
2. ابو موسى أحمد رسمية، **الأسواق المالية النقدية**، دار المعتز، الأردن، 2005.
3. اندراوس وليم عاطف، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر،2007.
4. اوهاب بن محمد الطيب نذير، **حماية المال العام في الفقه الإسلامي**، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، المملكة العربية السعودية، 2001.

5. إسماعيل عبد الفتاح السيدة، حنفي علي عبد الغفار، **الأسواق المالية (أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الإستثمار)**، الدار الجامعية، مصر،2009.

6. آل سليمان بن سليمان بن محمد مبارك، **أحكام التعامل والأسواق المالية المعاصرة**، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005.

7. آل شبيب كامل دريد، **الإستثمار والتحليل الإستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن،2009.

8. آل فواز بن سليمان مبارك، **الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)**، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية،2010.

9. البارودي علي، **الأوراق التجارية والإفلاس**، دار المطبوعات الجامعية، مصر،2002.

10. البارودي علي، **القانون التجاري**، الناشر منشأة المعارف، مصر،1975.

11. البراوري محمد إسلام شعبان، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر، الطبعة الأولى، سوريا،2002.

12. البنا محمد، **أسواق النقد والمال الأسس النظرية والعملية**، زهراء الشرق، مصر،1996.

13. التميمي فؤاد أرشد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

14. التميمي فؤاد أرشد، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان،2010.

15. التميمي فؤاد أرشد، سلامة عزمي أسامة، **الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،2004.

16. الجمل جويدان جمال، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء، الأردن، 2002.

17. الحجار بسام، **نظام النقد العالمي وأسعار الصرف**، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، لبنان،

.2009

18. الحناوي صالح محمد، العبد إبراهيم جلال، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر،2005.

19. الداغر محمد محمود، **الأسواق المالية مؤسسات–أوراق–بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2005.

20. الدماغ زياد جلال، **الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن،2012.

21. الدوري عبد الرحمن مؤيد، عقل جمعة سعيد، **إدارة المشتقات المالية**، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الطبعة الأولى، الأردن،2012.

22. الربيعي حاكم وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2011.

23. الرفاعي محمد فادي، **المصارف الإسلامية**، منشورات الحلبي للحقوق، الطبعة الأولى، لبنان، 2004.

24. الزبيدي حمزة، **الإستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان،2001.

25. الزحيلي وهبة، **المعاملات المالية المعاصرة**، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا.

26. الساهي عبده شوقي، **المال وطرق إستثماره في الإسلام**، الدار الجامعية، مصر،1984.

27. السعد أحمد، **الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية**، دار الكتاب الثقافي، الأردن،2008.

28. السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، مصر،2010

29. السيمسي حسين صلاح الدين، **بورصات الأوراق المالية**، عالم الكتب، مصر،2003.

30. السيوسي ابن الهمام كمال الدين، **شرح فتح القدير**، الجزء الثامن، دار الهدى للنشر والتوزيع، مصر،2000.

31. الفتلاوي جميل حسين سمير، **العقود التجارية الجزائرية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر،2011.

32. الفولي محمد أسامة، عوض الله زينب، **إقتصاديات النقود والتمويل**، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.

33. الكيلاني محمود، **الموسوعة التجارية والمصرفية المجلد الثاني التشريعات التجارية والإلكترونية** "**دراسة مقارنة**"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة،2011.

34. اللاوي مفيد، **محاضرات في الإقتصاد النقدي والسياسات النقدية**، مطبعة مزوار، الوادي،2007.

35. المالقي الشرقاوي عائشة، **البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق**، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى،2000.

36. المصلح عبد الله، الصاوي صلاح، **مالا يسع التاجر جهله**، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، سوريا، 2005.

37. الموسوي مجيد ضياء، **البورصات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،1998.

38. الناقة ابو الفتوح على أحمد، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.

39. النقاش عبد الرزاق غازي، **التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية**، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الثانية،2001.

40. النمري بن سليمان بن صالح بن سليمان خلف، **شركات الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي**،

مؤسسة شباب الجامعة، مصر،2000.

41. الهندى خليل، الناشف انطوان، **العمليات المصرفية والسوق المالية**، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.

42. الهيتي عبد الكريم قيصر، **أساليب الإستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية– البورصات**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا،2006.

43. توفيق خلة محب، **الهندسة المالية الإطار النظري التطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.

44. جبار محفوظ، **أسواق رؤوس الأموال الهياكل–الأدوات والإستراتجيات**، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2011.

45. جرادات عبد العزيز، **الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،2011.

46. حسن عبد الرحيم يوسف توفيق، **الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،2010.

47. حسن وفاء عبد الباسط، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية خاصة**، دار النهضة العربية، مصر،1996.

48. حسين عصام، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن،2010.

49. حماد عبد العال طارق، **المشتقات المالية " المفاهيم– إدارة المخاطر– المحاسبة**"، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، مصر،2001.

50. حمدى حسن، **دليلك إلى البورصة والإستثمار**، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى، سوريا.

51. حنفي عبد الغفار، **بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الإستثمار- الخيارات)**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر،2003.

52. حنفي عبد الغفار، أبو قحف عبد السلام، **الإدارة الحديثة في البنوك التجارية**، الدار الجامعية، لبنان،1991.

53. خلف حسن فليح، **البنوك الإسلامية**، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2006.

54. رايس حدة، **دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية**، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر، مصر،2009.

55. رزق محمد عادل، **الإستثمار في البنوك والمؤسسات المالية**، دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2008.

56. رضوان عبد الحميد سمير، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر،2005.

57. رمضان زياد، **مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،1998.

58. رمضان زياد، شموط مروان، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر،2007.

59. زويل أمين محمود، **بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر،2000.

60. سعيد رجب سميرة، **إدارة الإستثمار**، دار النهضة العربية، مصر،1993.

61. شطناوي سلامة عيساوى زكريا، **الأثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن،2009.

62. شكري كنج ماهر، عوض مروان، **المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)**، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، الأردن،2004.

63. شمعون شمعون، **الرياضيات الإقتصادية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،1994.

64. شمعون شمعون، **البورصة**، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2005.

65. صافي وليد، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان،2009.

66. صالح جهاد إلهام، **بيع السلم كأداة تمويل في المصارف الإسلامية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن،2014.

67. صوان حسن محمود، **أساسيات الإقتصاد الإسلامي**، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.

68. صوان حسن محمود، **أساسيات العمل المصرفي الإسلامي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.

69. طالب حسن موسى، **الأوراق التجارية والعمليات المصرفية**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2011.

70. عباس علي، **إدارة الأعمال الدولية**، دار الحامد، الأردن،2007.

71. عبد الجواد عوض محمد، الشديفات علي إبراهيم، **الإستثمار في البورصة أسهم- سندات- أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2006.

72. عبد الحي أحمد هشام، **الصناديق والصكوك الإستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية،**

منشأة المعارف، مصر.

73. عبد النبي أحمد محمد، **الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن،2009.

74. عربيات وائل، **المصارف الإسلامية والمؤسسات الإقتصادية– أساليب المشاركة المتناقصة والإستصناع**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2006.

75. عطية صالح أحمد، **مشاكل المراجعة في أسوق المال**، الدار الجامعية، مصر،2003.

76. علي شعبان محمد أحمد، **الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية (مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها)**، دار التعليم الجامعى، مصر، 2014.

77. علوان نايف قاسم، **إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.

78. عمري عبد الوهاب آمال، **الصكوك دراسة فقهية مقارنة**، مطبعة تونس قرطاج– الشرقية1، الطبعة الأولى، تونس،2017.

79. عوض جمال الدين علي، **الأوراق التجارية (السند الأذني–الكمبيالة–الشيك) دراسة للقضاء**، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعى، مصر،1995.

80. غنيم عطا حسين، **تحليل أخطار التمويل والإستثمار**، مطبعة مركز التعليم المفتوح، مصر،1993.

81. فضيل نادية، **الأوراق التجارية في القانون الجزائري**، دار هومه للطباعة والنشر، الطبعة الرابعة عشر، الجزائر،2013.

82. قندوز عبد الكريم، **المشتقات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.

83. قندوز عبد الكريم، **الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، عمان،2008.

84. لطرش الطاهر، **تقنيات البنوك– دراسة في طرق إستخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة،2010.

85. لعمارة جمال، **المصارف الإسلامية**، دار النبأ للنشر والتوزيع، الجزائر،1996.

86. مجيد ضياء، **البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،2008.

87. محروس حسين، **الأسواق المالية والإستثمارات المالية**، جامعة عين شمس، مصر،1993.

88. محمد طه بدوي سيد، **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية**، دار النهضة العربية، مصر،2001.

89. مسدور فارس، **التمويل الإسلامي من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية**، دار هومه للطباعة والنشر، الجزائر،2007.

90. معروف هوشيار، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتويع، الطبعة الأولى، عمان،2003.

91. ميرة بن حسن بن محمد علي حامد، **صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية**، بنك البلاد، دار الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،2008.

92. هندى إبراهيم منير، **الأوراق المالية وأسواق المال**، المكتب العربي الحديث، مصر،2009.

93. هندى إبراهيم منير، **إدارة السوق والمنشآت المالية**، منشأة المعارف، مصر،1999.

94. هندى إبراهيم منير، **أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الإستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر،2003.

95. هندى إبراهيم منير، **إدارة المخاطر الجزء الثالث– عقود الخيارات**، منشأة المعارف، مصر، 2007.

96. هندى إبراهيم منير، **اساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق (الأسهم والسندات)**، منشأة المعارف، مصر،2008.

97. هارون صبرى محمد، **أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات– ضوابط الإنتفاع بها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان،1998.

98. ولد علي محمد الأمين، **التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية**، دار ابن حزم، لبنان،2011.

ب– الدوريات والمجلات

1. الحنيطي محمد هلال هناء، **دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية (دراسة حالة)**، مجلة العلوم الإدارية، المجلد42، العدد الثاني،2015.
2. الخناف عبد الكريم سناء، **الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية–التجربة الماليزية**، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثاني عشر، جامعة فرحات عباس– سطيف، الجزائر،2012.
3. الفولي محمد أحمد أسامة، **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**، مجلة المسلم المعاصر، العدد الثامن وثمانون،1998.
4. الكراسنة إبراهيم، إرشادات **عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الإقتصادية**، صندوق النقد العربي، الإمارات،2010.

5. بن عمارة نوال، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**، مجلة الباحث، العدد التاسع، ورقلة، الجزائر،2010.

6. بن رجم محمد خميسي، **تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الإقتصادية بإستخدام المشتقات المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع عشر، جامعة محمد خيضر–بسكرة، الجزائر، جوان2010.

7. بوعبد الله علي، **تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا**، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد الرابع عشر،2015.

8. بوعبد الله علي، **أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا**، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الثاني والأربعون،2015.

9. زرزار العياشي، **ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية (تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)**، مجلة بيت المشورة، العدد الثالث، قطر،2015.

10. صالح علي محمد فتح الرحمان، **أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية**، مجلة المصرفي، العدد السادس والعشرون، بنك السودان المركزي،2002.

11. ضو علي مرعى، نصر صالح، شندولة معمر عبد السلام، **أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية (سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي انموذجا)**، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد الخامس، الجامعة الأسمرية الإسلامية، تونس، جويلية2015.

12. فرحات خالد منى، **توريق الدين التقليدي والإسلامي(دراسة مقارنة)**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد29، العدد الأول، سوريا،2013.

13. قايدي خميسي، لحسين عبد القادر، **دراسة تحليلية لتطور إستخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق–حالة الدول الصناعية العشر**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الإقتصادية، العدد السادس،2015.

14. كريم محمد عبد الحفيظ، **الأدوات المالية مفهومها وكيفية الإعتراف بها في القوائم المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع وثلاثون،2008.

15. مهداوي هند، صباح فاطمة، صباغ رفيقة، **واقع وآفاق السوق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، جامعة غرداية، الجزائر،2011.

16. ميسون علي حسين، **الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري**، مجلة جامعة بابل، المجلد21، العدد الأول، العراق،2013.

17. ناصر سليمان، **السوق المالية الإسلامية-كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي**، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر،28ماي2003.

18. ناصر سليمان، بن زيد ربيعة، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية- دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية**، المجلد20، العدد الأول، دراسات إسلامية، الجزائر،2014.

19. يوسفاوي سعاد، مخلوفي عبد السلام، **دور الهندسة المالية في إبتكار منتجات مالية جديدة**، مجلة البشائر، المجلد 3، العدد الأول، مارس2017.

ج- الملتقيات والنداوات

1. ابو النصر عصام، **الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام**، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة،15-17ماي2006.
2. ابوبكر أحمد صفية، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة،31ماي-3جوان2009.
3. ابومؤنس نصري رائد، شوشان خديجة، **الشروط الفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي ضمن المحور السادس بتعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية.
4. الجرف سعدو محمد، **عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي**، منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي الدورة الثانية للنداوات العلمية: التحوط في المعاملات المالية الضوابط والأحكام التي يعقدها

مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، يومين26-27أفريل2016.

5. الزهار محمود خالد، عبده صلاح رامي، **نحو أسواق مالية إسلامية**، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين،2005.
6. الشاعر باسل، **الأسواق المالية الإسلامية التوصيف الخصائص والحاجة**، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية: الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، الجامعة الأردنية، الأردن، يومي16-17أوث2017.
7. الشريف الفعر حمزة، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية،24-25ماي2010.
8. الشريف عبد الغفار محمد، **الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك**، الدورة التاسع عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة،2009.
9. العقلا بن علي محمد، **الوظائف الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية**، المؤتمرالعلمي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام6-8 مارس2007.

10. العيفة عبد الحق، بنى عامر زاهرة، **دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر الدولي الأول حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20أوث1955-سكيكدة، الجزائر،7-8أفريل2015.

11. المطلق بن محمد عبد الله، **الصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية،24-25ماي2010.

12. المنوفي محمود كمال، **الأطلس الماليزي**، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الإقتصاد وعلوم السياسة، جامعة القاهرة، مصر،2006.

13. الواثق أحمد عطا المنان محمد، **عقد المرابحة ضوابطه الشرعية صياغته المصرفية وإنحرافاته التطبيقية**، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمةن مارس2003.

14. بباس منيرة، **الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية**، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة.

15. براحلية بدرالدين، براحلية فاطمة لعلايمية، **مخاطر التمويل بصيغة السلم**، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثامن للإقتصاد والتمويل الإسلامي، قطر، أوث2011.

16. بن رجم محمد خميسي، حسناوي بلال، **أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية** الإسلامية– **تجربة البنك الإسلامي للتنمية**، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20أوث1955–سكيكدة، الجزائر،17–18نوفمبر2015.

17. بن طلحة صليحة، معوش بوعلام، **دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل أثرها على الإقتصاديات والمؤسسات–دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر–بسكرة،21–22نوفمبر2006.

18. بن عزة هشام، معزوز لقمان، **دور الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوث1955–سكيكدة، الجزائر،17–18نوفمبر2015.

19. بن عمارة نوال، بومدين نورة، **تطور أداء السوق المالي الماليزي في ضوء التوجه نحو المالية الإسلامية دراسة تحليلية للفترة 2000–2014**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20أوث1955–سكيكدة، الجزائر،17–18 نوفمبر2015.

20. بوالكور نوالدين، شرون عزالدين، كعوان سليمان، **دور الأسواق المالية الإسلامية في حل مشكلة فائض السيولة على مستوى المصارف**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي الأول حول: الأسواق

المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20أوت1955-سكيكدة، الجزائر،17-18نوفمبر2015.

21. بوخدوني وهيبة، **منتجات الهندسة المالية الإسلامية واقع وآفاق**، ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الإسلامية، جامعة البليدة2، الجزائر.

22. حاج إبراهيم عبد الرحمن، خير الناس ربيع، **مسيرة الإقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير**، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي حول: الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر،23-24فيفري2011.

23. حطاب توفيق كمال، **نحو سوق مالية إسلامية**، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية،2005.

24. حطاب توفيق كمال، **الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31ماي-3جوان2009.

25. خبابة حسان، **إدماج الصكوك الإسلامية في أسواق التداول العربية عرض تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة**، سوق ق دبي المالي وناسداك دبي، جامعة فرحات عباس-سطيف، الجزائر.

26. راتول محمد، مداني أحمد، **دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر: قراءة في القانون رقم06-05الصادر في20فبراير2006 المتضمن توريق القروض الرهنية**، المؤتمر الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر.

27. شلابي عمار، **مبادئ وآليات الأسواق المالية الناشئة من منظور إسلامي**، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الماشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20أوت1955-سكيكدة، الجزائر،17-18نوفمبر2015.

28. عبد السلام محمود محمد عبد العال مصطفى، **آلية تطبيق عقد الإستصناع في المصارف الإسلامية (دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية نموذجا)**، بحث مقدم إلى المؤتمر المصارف

الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 31ماي-3جويلية،2009.

29. غامدن نور الدين محمد، **تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية**، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، مركز الملك فهد للمؤتمرات الفندق القارى بالرياض،25أكتوبر 2008.

30. قمري زينة، زغبيد نسيم لطفى، **تفعيل أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية في إطار آلية سوق المالية الإسلامية**، مداخلة ضمن النؤتمر الدولي الأول حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20أوث1955-سكيكدة، الجزائر،17-18نوفمبر 2015.

31. لال الدين أكرم، بوهراوة سعيد، **إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية**، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة25-29ديسمبر 2015.

32. معراج هواري، الشيخ بن قايد، **دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر الدولي الأول حول: الأسواق المالية الناشئة ومستقبل إسلامي، جامعة20أوث1955-سكيكدة، الجزائر،7-8أفريل2015.

33. ميتيكيس حفظ هدى، **السياسات العامة في ماليزيا**، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر،2008.

34. ناصر سليمان، **مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها**، الملتقى الدولى حول: الإدخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية، الجزائر، يومي25-26جانفي2004.

35. ناصر سليمان، بن زيد ربيعة، **صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية وسبل مواجهتها**، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، الجزائر،27-28فيفري2011.

د- الأطروحات والرسائل الجامعية.

1. براضية حكيم، **التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر،2011/2010.
2. بلجبلية سمية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم-دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة1996-2006**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المؤسسات، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر،2010/2009.
3. بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة أبى بكر بلقايد-تلمسان، الجزائر،2013/2012.
4. بن الضيف محمد عدنان، **الإستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر، 2008/2007.
5. بن ثامر سعد الدين، **الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية**، مذكرة تخرج مكملة لنيل درجة الماستر في العلوم الإسلامية، تخصص: إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر-باتنة، الجزائر،2014/2013.
6. بن عيسى عبد القادر، **أثر إستخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي2006 إلى غاية ديسمبر2010**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر،2012/2011.
7. بن نصبة مسعود، **نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال-تجربة ماليزيا أنموذجا**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر،2013/2012.

8. بوتة نسرين، **الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة–دراسة لواقع التجربة المغربية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر –بسكرة، الجزائر،2015/2014.

9. بوضياف عبير، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مذكرة تخرج ضمن متطلبات ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصةPGS، تخصص: مالية، جامعة منتوري–قسنطينة، الجزائر،2007.

10. بوكساني رشيد، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، تخصص: علوم إقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر،2006/2005.

11. بومدين نورة، **الأسواق المالية في الدول الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل–دراسة تجربة السوق المالي الماليزي**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: مالية وإقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي–الشلف،الجزائر،2012/2011.

12. بومدين نورين، **صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية**، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي–الشلف، الجزائر،2015/2014.

13. خترومي يمينة، **متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية بالإعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: علوم إقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي–الشلف، الجزائر،2017/2016.

14. زيبوري سمية، **تحليل دور الأسواق المالية في ميكانيزم إنتقال الأزمة المالية العالمية2008**، مذكرة مكملة لنيل شهاد ماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، جامعة20أوث1955–سكيكدة، الجزائر،2014/2013.

15. زيطارى سامية، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة–حالة أسواق الأوراق المالية العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الإقتصادية، تخصص: القياس الإقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر،2004.

16. ساعد إبتسام، **دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي– التجربة الماليزية نموذجا**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر –بسكرة، الجزائر،2017/2016.

17. سحاسورياني صفر الدين جعفر، **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، قدمت هذه الرسالة إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، الإقتصاد والمصارف، جامعة اليرموك، الأردن،2007/2006..

18. سماري إبتسام، **أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي–دراسة حالة السوق المالي الفرنسي**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية، جامعة فرحات عباس–سطيف، الجزائر،2006/2005.

19. سمور نبيل خليل طه، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق–دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**، قدمت هذه الرسالة إستكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية–غزة، فلسطين،2007.

20. شريط صلاح الدين، **دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية–دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر3، الجزائر،2012/2011.

21. عثمان محمد فهد شيخ عمر، **إدارة الموجودات/المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**، قدمت هذه الأطروحة إستكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية، تخصص: مصارف، جامعة دمشق، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، سوريا،2009.

22. عيساوي سهام، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال–دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص: إقتصاديات النقود البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر –بسكرة، الجزائر،2006/2005.

23. غزال محمد، **دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية–دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس–سطيف، الجزائر،2013/2012.

24. فيجل عبد الحميد، **تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال–التجربة الماليزية نموذجا**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر–بسكرة، الجزائر، 2015/2014.

25. كتاف شافية، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية–دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه، علوم إقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر،2014/2013.

26. لعمش امال، **دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس–سطيف، الجزائر،2012/2011.

27. نزار سناء، **دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال–دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001–2015)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث(LMD) في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر–بسكرة، الجزائر،2016/2015.

28. هولي رشيد، **مدى فعالية سوق الأوراق المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة–دراسة حالة تونس الجزائر المغرب**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري–قسنطينة، الجزائر،2010–2011.

ثالثا: المراجع باللغة الأجنبية

1. Bertrand Jaquillat , Bruno Sonlik , **Marché Financier gestion de portefeuille et des Risques**, Dunod, paris , France,2002.

2. Werner Ende, Udo steinbach , **Islamic in the world today: a handbook of politics, religion, culture, and society**, cornell university press,2010.
3. Md Nurdin Ngadimon, **How Sukuk Works: Introduction, Structuring and its evalution, part 2, non page.**

رابعا: المواقع الإلكترونية

1. العقود المستقبلية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: https://giem.kantakji.com/article/details/ID/244/print/yes/ ، تاريخ الإطلاع: 2018/04/04.
2. الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم، متوفرة على الموقع الإلكتروني: www.eifa.eo ، تاريخ الإطلاع 2018/05/30.
3. ماليزيا، متوفرة على الرابط https://ar.wikipedia.org/wiki/ ، تاريخ الإطلاع: 2018/05/04.
4. بيانات عامة وإقتصادية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: **https://ar.wikipedia.org/wiki/**، تاريخ الإطلاع: 2018/05/04.
5. بنك نيجارا ماليزيا، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_about&pg=en_intro&lang=en ، تاريخ الإطلاع: 04 ماي2018.
6. بورصة ماليزيا، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia ، تاريخ الإطلاع: 22 أفريل 2018.
7. بورصة ماليزيا، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/ ، تاريخ الإطلاع: 22 أفريل2018.
8. هيئة الأوراق المالية الماليزية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: https://www.sc.com ، تاريخ الإطلاع: 02 ماي 2018.

9. وظائف هيئة الأوراق الماليزية، متوفرة على الموقع الإلكتروني:
https://www.sc.com.my/about-us/what-we-do/ ، تاريخ الإطلاع: 02 ماي2018.

10. بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة، متوفرة على الرابط:
http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/rules/bursa-malaysia-rules/securities/rules-of-bursa-malaysia-securities-clearing ، تاريخ الإطلاع:2018/05/02.

11. Securities Commission Malaysia, Annual report:2011.

12. Bank Negara Malaysia, **SHARIAH Resolution in Islamic in finance**, Second Edition, October 2010.

13. Securities commission Malaysia, Annual Report:(2015,2017).

14. Securities commission Malaysia Annual Report:(2013,2015,2017).

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الإسلامية بصفة خاصة من حيث تعريفها وخصائصها وأنواعها، كذلك هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على الأدوات المالية المتداولة في كل من السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي من حيث تصنيفاتها وأهم خصائصها.

وإعتمدت هذه الدراسة على إستخدام أسلوب المنهج الوصفي التحليلي في إجراء هذه الدراسة لأنه يناسب موضوع الدراسة، كذلك تطرقت الباحثة إلى إيجاد نموذج لدولة ماليزيا بإعتبارها الدولة السباقة في إنشاء السوق المالي الإسلامي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها ضعف الوعي المعرفي لدى المجتمعات في زيادة الإعتماد على الصكوك الإسلامية، والتي تعد بديلا يمكن تطبيقه للإستغناء عن أدوات التمويل التقليدية.

كذلك توصلت إلى توفر محفزات من طرف الحكومة الماليزية للتشجيع على تداول الصكوك الإسلامية، وقد أوصت الباحثة بضرورة العمل على نشر الوعي المعرفي للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عقد نداوات ودورات تعريفية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية التقليدية، الأسواق المالية الإسلامية، الصكوك، الأسهم، السندات.

Abstract:

The aim from this research is to study the world financial market and more specifically the Islamic financial market, its definition and carachterisies, this study aims also to define the rolling financial instruments in both of the traditional financial market and the Islamic financial market, their categories and specificities.

This research is based on a descriptive analytical method which corresponds better to this study.

Malaysia has been chosen by the researcher as a model and as being the first country to found the Islamic financial market. the researcher found out that there is no cognitive awareness conserving the use of the Islamic book notes as an alternative to the traditional financing tools, and thus tried to make people aware of the importance of the Islamic bank notes via introductory courses and seminars.

Keywords: traditional financial markets, Islamic financial markets, sukuk, stock, bonds

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الإهداء..... I

كلمة شكر..... II

ملخص باللغة العربية..... III

ملخص باللغة الإنجليزية..... IV

فهرس المحتويات..... V

قائمة الجداول والأشكال..... VI

تمهيد..... أ

الإشكالية..... ب

فرضيات الدراسة ..... ب

أهداف البحث..... ج

أهمية الموضوع..... ج

منهج البحث وأدوات الدراسة..... ج

أسباب إختيار الموضوع..... د

حدود الدراسة..... د

الدراسات السابقة..... هـ

خطة وهيكل البحث..... و

مشكلات الدراسة..... ز

الفصل الأول: مفاهيم عامة عن الأسواق المالية التقليدية والإسلامية..... (1-30)

تمهيد..... 2

المبحث الأول: السوق المالي التقليدي..... 3

المطلب الأول: ماهية السوق المالي التقليدي..... 3
الفرع الأول: تعريف السوق المالي التقليدي..... 3
الفرع الثاني: نشأة السوق المالي التقليدي..... 6
المطلب الثاني: وظائف السوق المالي التقليدي..... 8
الفرع الأول: الوظيفة الإدخارية للسوق المالي التقليدي..... 8
الفرع الثاني: الوظيفة الإقتصادية للسوق المالي التقليدي..... 8
الفرع الثالث: الوظيفة التمويلية للسوق المالي التقليدي..... 8
المطلب الثالث: العناصر المتعاملة في السوق المالي التقليدي..... 9
الفرع الأول: أصحاب العجز المالي..... 9
الفرع الثاني: أصحاب الفائض المالي..... 10
الفرع الثالث: الوسطاء الماليين أو الوكلاء..... 10
المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية التقليدية..... 12
الفرع الأول: أسواق النقد..... 12
الفرع الثاني: أسواق رأس المال..... 15
الفرع الثالث: أسوق أخرى..... 18
المبحث الثاني: السوق المالي الإسلامي..... 20
المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالي الإسلامي..... 20
الفرع الأول: تعريف السوق المالي الإسلامي..... 20
الفرع الثاني: نشأة السوق المالي الإسلامي..... 21

الفرع الثالث: خصائص السوق المالي الإسلامي..... 22
الفرع الرابع: دواعي إنشاء السوق المالي الإسلامي..... 23
المطلب الثاني: مبادئ ووظائف السوق المالي الإسلامي..... 23
الفرع الأول: مبادئ السوق المالي الإسلامي..... 23
الفرع الثاني: وظائف السوق المالي الإسلامي..... 26
المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية الإسلامية..... 27
الفرع الأول: أنواع السوق المالي الإسلامي من حيث الأدوات المتداولة..... 27
الفرع الثاني: أنواع السوق المالي الإسلامي من حيث الإصدار والتداول..... 28
خاتمة الفصل..... 30
الفصل الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي.....(31-80)
تمهيد..... 32
المبحث الأول: الأدوات المالية في السوق التقليدي..... 33
المطلب الأول: الأدوات المتداولة في سوق النقد..... 33
الفرع الأول: شهادات الإيداع القابلة للتداول..... 33
الفرع الثاني: القبولات المصرفية..... 34
الفرع الثالث: أذونات الخزينة..... 34
الفرع الرابع: الأوراق التجارية..... 35
المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال..... 37
الفرع الأول: أدوات الملكية..... 38

الفرع الثاني: أدوات المديونية..... 42
الفرع الثالث: الأدوات المالية الحديثة..... 47
المبحث الثاني: الأدوات المالية في السوق الإسلامية..... 55
المطلب الأول: الصكوك المالية الإسلامية..... 55
الفرع الأول: الصكوك القائمة على المشاركات..... 57
الفرع الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيوع..... 63
الفرع الثالث: صكوك أخرى..... 67
المطلب الثاني: المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي..... 70
الفرع الأول: المشتقات المالية الإسلامية..... 71
الفرع الثاني: التوريق الإسلامي..... 73
المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية..... 73
المطلب الأول: أوجه التشابه والإختلاف بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.... 74
الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والأسهم..... 74
الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والسندات..... 76
المطلب الثاني: أوجه الإختلاف بين الأدوات المالية التقليدية المستحدثة والأدوات المالية الإسلامية.. 78
الفرع الأول: أوجه الإختلاف بين المشتقات المالية التقليدية والمشتقات المالية الإسلامية..... 78
الفرع الثاني: أوجه الإختلاف بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي..... 78
خاتمة الفصل..... 80

الفصل الثالث: دراسة حالة السوق المالي في ماليزيا..... (81-121)

تمهيد..... 82

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق المال التقليدي..... 83

المطلب الأول: نبذة مختصرة حول ماليزيا..... 83

الفرع الأول: التعريف بدولة ماليزيا..... 83

الفرع الثاني: بيانات أساسية وإقتصادية حول ماليزيا..... 84

المطلب الثاني: السوق المالي التقليدي في ماليزيا..... 85

الفرع الأول: سوق النقد في ماليزيا..... 85

الفرع الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا..... 87

المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال الماليزي..... 89

المطلب الرابع: أقسام سوق رأس المال الماليزي..... 90

الفرع الأول: سوق الملكية..... 90

الفرع الثاني: سوق السندات..... 92

الفرع الثالث: سوق المشتقات..... 93

المطلب الخامس: الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي..... 95

الفرع الأول: الجهة العليا لسوق رأس المال في ماليزيا..... 95

الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال في ماليزيا..... 96

المبحث الثاني: سوق المال الإسلامي في ماليزيا..... 97

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق المال في ماليزيا..... 98

المطلب الثاني: أقسام سوق المال الإسلامي في ماليزيا..... 99
الفرع الأول: سوق المال بين المصارف في ماليزيا..... 99
الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 99
المطلب الثالث: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 103
المطلب الرابع: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا..... 103
الفرع الأول: أدوات الملكية..... 103
الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية..... 105
المطلب الخامس: دور هيئة سوق رأس المال الماليزي في تطوير سوق المال الإسلامي في ماليزيا 112
المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية في ماليزيا.... 113
المطلب الأول: المقارنة بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية المتداولة في ماليزيا..... 113
المطلب الثاني: المقارنة بين السندات والصكوك الإسلامية..... 116
المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية..... 118
الفرع الأول: إيجابيات التجربة الماليزية في سوق المال..... 118
الفرع الثاني: سلبيات التجربة الماليزية في سوق المال..... 119
خاتمة الفصل..... 121
خاتمة عامة..... 123
قائمة المصادر والمراجع..... 126

فهرس الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية.	12
02	أنواع الأسواق المالية التقليدية.	19
03	أنواع الأسواق المالية الإسلامية.	29
04	مراحل إصدار صكوك الإستثمار بالوكالة في ماليزيا.	107
05	خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة.	108
06	خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا.	110
07	خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا.	111

فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	أوجه الإختلاف بين الأسهم والسندات.	46
02	الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.	53
03	المقارنة بين المزارعة والمساقاة.	62
04	الفرق بين بين عقد السَّلمَ وعقود الإستصناع.	66
05	أهم الإختلافات بين الصكوك الإسلامية والأسهم.	75
06	الإختلافات بين الصكوك الإسلامية والسندات.	77
07	أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي.	79
08	بيانات عامة وإقتصادية عن ماليزيا.	85
09	عدد المؤسسات المالية الماليزية لسنة2015.	87
10	أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.	101
11	تطور الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية في البورصة الماليزية في الفترة(2001-2017).	113
12	تطور إصدار الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في الفترة2001-2017.	116

مقدمة عامة

I- تمهيد.

أصبح موضوع الأسواق المالية في الأونة الأخيرة من المواضيع المهمة التي إستحوذت على إهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وهذا الإهتمام لم يكن بمحض الصدفة وإنما كان وليد مجموعة من العوامل التي ساهمت في زيادة هذا الإهتمام، ودون شك أن هذه السوق يعتبر بمثابة القلب النابض للإقتصاديات الدول المعاصرة وهذا راجع إلى الدور الأساسي والفعال الذي يلعبه في زيادة رصيد الدولة من العملة الصعبة ودعم معدلات النمو الإقتصادي من خلال تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو الإستثمار، وقد شهد النشاط الإقتصادي تطور سريع مما أدى إلى زيادة التبادل التجاري الذي حتم على الأسواق المالية أن تسير على خطى ما سار عليه النشاط الإقتصادي، فتحول الإقتصاد العالمي إلى قرية صغيرة ومتنافسة ولم تعد الأسواق ترتبط بمكان معين بل تنوعت وتعددت لتصبح ما عليها الآن.

ولقد كان من آثار التجربة المالية في مجال الصيرفة الإسلامية قيام مجموعة من المؤسسات المالية والإقتصادية التي تعتمد في معاملاتها على أحكام الشريعة الإسلامية، حيث إستطاعت هذه المؤسسات في فترة وجيزة من قيامها أن تحقق نجاحات مهمة بالرغم من العراقيل التي واجهتها، ونظرا للمكانة الهامة التي يحتلها السوق المالي توجه البحث والإهتمام نحو إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية بديلة للسوق المالية التقليدية يكون أساس تعاملها وفق الضوابط الشرعية، فكان لزام على الدول الإسلامية ومؤسساتها أن تعمل على إستحداث وإبتكار أدوات مالية شرعية تتنافى مع شبهة الربا وتكون بديلا للأدوات المالية التقليدية، وبذلك برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من هذه الأدوات التي إستطاعات أن تجد لها مكانة بارزة في أسواق المال ورغم حداثة الأدوات المالية المستعملة من صكوك وغيرها فإنها ساهمت بدرجة كبيرة في تزويد السوق المالي بمنتجات جديدة مبتكرة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ومن بين الدول التي تعتمد على مبادئ الإقتصاد الإسلامي نجد ماليزيا التي سعت إلى تحقيق توازنها الإقتصادي من خلال تمسكها بالنظام الإسلامي، حيث كانت السباقة في تطبيق النظام الإسلامي في مجالات عديدة من بينها المصرفية الإسلامية وقيامها بإنشاء بنوك إسلامية إلى جانب البنوك التقليدية، كما أن السوق المالي في ماليزيا يعتبر من بين الأسواق المالية الناشئة التي لها مكانة معتبرة في جنوب شرق آسيا نظرا للدور الكبير الذي يلعبه في توفير التمويل اللازم لتنشيط مختلف القطاعات

الإقتصادية الماليزية وتحسين أدائها، كما أنه يعد سوق جدير بالدراسة من قبل جميع الدول الإسلامية والعربية، وتجربة ناجحة يمكن أن تستفيد منها مختلف هذه الدول من أجل نهوض وتطور أسواقها.

II- إشكالية الدراسة.

لعبت الأسواق المالية دورا أساسيا لتحريك عجلة النمو الإقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية، وذلك من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة تعتمد وتطبق أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية في معاملاتها وأدواتها المالية.

ومن هنا تبرز إشكالية الموضوع على النحو التالي:

كيف تساهم الأدوات المالية في فعالية السوق المالي؟

للإجابة عن هذا التساؤل الرئيس نورد مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

❖ **التساؤلات الفرعية:**

1- ما هو مفهوم السوق المالية التقليدية، وما هي تقسيمات السوق المالي التقليدي؟
2- ما المقصود بالسوق المالية الإسلامية، وما هي الأدوات المتداولة فيه؟
3- ما هي أهم الفوارق بين أدوات السوق المالي التقليدي والإسلامي؟
4- هل للصكوك الإسلامية تأثير على سوق رأس المال في ماليزيا؟

III- فرضيات الدراسة.

سعيا لتحقيق الإجابة الدقيقة لإشكالية البحث المطروحة كان لابد من صياغة وبناء جملة من الفرضيات تكون في مجملها إجابة وتفسير لها في حال تحققها، وهذه الفرضيات هي:

1- السوق المالي التقليدي هو السوق الذي يلتقي من خلاله الباحثون عن الأموال من رجال الأعمال وذوي الفائض من المدخرين، وتتكون هذه السوق من سوق النقد وسوق رأس المال.
2- يقصد بالسوق المالية الإسلامية السوق التي يتم فيه تداول مختلف الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتم في هذا السوق تداول مجموعة من الأدوات كالصكوك الإسلامية.

3- تتمثل أهم الفوارق بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية فان هذه الأخيرة يتم إصدارها في إطار أحكام الشريعة الإسلامية.

4- الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي على سوق رأس المال في ماليزيا.

IV- أهداف البحث.

تسعى هذه الدراسة للوصول إلى جملة من الأهداف نذكر من بينها مايلي:

1- التعرف على الأسواق المالية التقليدية والإسلامية، وإظهار أهميتها في الحياة الإقتصادية.

2- الوقوف عند أهم الأدوات المالية المتداولة في كلا السوقين التقليدي والإسلامي.

3- معرفة مدى إمكانية التكييف الفقهي لبعض الأدوات المالية التقليدية، وجعلها تتماشى وقواعد الشريعة الإسلامية.

4- بيان أهم الإختلافات بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.

5- محاولة إبراز مدى التعامل بالأدوات المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية في الواقع العملي من خلال التجربة الماليزية.

V- أهمية الموضوع.

بالإمكان إبراز أهمية الموضوع قيد الدراسة في النقاط الأتية:

1- تعود أهمية مثل هذه الدراسة إلى الدور الذي تؤديه الأسواق المالية عامة والأسواق المالية الإسلامية خاصة في إقتصاديات الدول.

2- تكمن أهميته أيضا في محاولة التعريف بالأدوات المالية الإسلامية لما لها أهمية بالغة في تحقيق الربح دون الإخلال بإحدى المبادئ الإسلامية.

3- تبرز أهمية الموضوع كذلك من خلال تنوع الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية، والعمل على تحديثها لتتماشى مع التطورات الحديثة.

VI- منهج البحث وأدوات الدراسة.

من أجل الوصول إلى تأكيد أو نفي الفرضيات التي تم وضعها، إعتمدنا على المناهج التالية:

المنهج التاريخي: وذلك بغرض تتبع التطورات التي مرت بالأسواق المالية التقليدية والإسلامية على مر الأزمنة، إنطلاقا من أول بداية للأسواق المالية إلى غاية الوصول إلى ما هي عليه الآن.

المنهج الوصفي التحليلي: يرجع الهدف الأساسي من وراء هذا المنهج إلى وصف مختلف الأدوات المالية المتداولة في السوقين التقليدي والإسلامي.

منهج دراسة حالة: في هذا الصدد تم التطرق إلى السوق المالية في ماليزيا وتطوراته، وأهم الأدوات المتداولة فيها.

VII- أسباب إختيار الموضوع.

إختيار موضوع الدراسة هذا جاء وفق العديد من الدوافع يمكن تقسيمها إلى دافعين رئيسيين إثنين هما:

الدوافع الذاتية:

1- الميل الخاص لدراسة الإقتصاد الإسلامي عامة وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية كونها تندرج ضمن التخصص.

2- رغبة مني في إثراء المعرفة الذاتية بموضوع يدرس أحد إنشغالات الأمة.

الدوافع الموضوعية:

1- تعتبر السواق المالية سواء كانت تقليدية أو إسلامية من بين المواضيع الحديثة والهامة المطروحة حاليا في الساحة المالية والإقتصادية.

2- الشعور بأهمية الموضوع في ظل التحولات العالمية المتسارعة.

VIII- حدود الدراسة.

تعتبر الأسواق المالية موضوعا واسعا له العديد من المداخل والأبواب ولو كان حديثنا بصفة مطلقة ما أعطينا الموضوع حقه، فكان لزاما علينا أن نتخصص في هذا الموضوع الواسع ولتحديد مبتغانا من هذا البحث تطرقنا إلى السوق المالية التقليدية والسوق المالية الإسلامية، فكانت محاولة منا لإظهار أهم ركائز كل من السوقين التقليدي والإسلامي وكان تركيزنا على الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات

وغيرها من الأدوات المستحدثة بالإضافة إلى الأدوات المالية الإسلامية من صكوك وأدوات أخرى ومعرفة أهم الفوارق بينهما، كما أسقطنا ذلك على السوق المالي في ماليزيا.

IX- الدراسات السابقة.

توجد العديد من الدراسات التي إهتمت بالأسواق المالية منها من إهتم بالسوق المالي التقليدي وأخرى بالسوق المالي الإسلامي، نذكر من جملة ذلك مايلي:

1- رشيد هولي، **مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر،2011/2010، ركز الباحث في هذه الرسالة هذه على الأوضاع الحالية لأسواق الأوراق المالية المغاربية، وكذا الدوافع وأساليب تطبيق برامج الخوصصة في هذه البلدان.

2- شافية كتاف، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، هذه الدراسة عبارة عن أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، تخصص: علوم إقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر،2014/2013، ركزت فيها الباحثة عن السوق المالية الإسلامية.

3- سهام عيساوي، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر،2006/2005، ركزت فيها الباحثة عن المشتقات المالية وأنواعها.

تشترك هذه الدراسة مع الدارسات السابقة في محاولة التعريف بالأدوات المتداولة في السوق المالي التقليدي وأدوات السوق المالية الإسلامية، ورغم أهمية الدارسات السابقة وقيمتها العلمية فإن هذه الدراسة تتميز عنها بمحاولة إبراز أهم الفوارق بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.

X- خطة وهيكل البحث.

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول، إثنين منها نظرية وواحدة عبارة عن دراسة تطبيقية لسوق المال في ماليزيا، فجاء كل فصل على شكل مباحث، مطالب وكذا فروع ويأتي تفصيل ذلك فيمايلي:

جاء الفصل الأول تحت عنوان "**مفاهيم عامة عن الأسواق المالية التقليدية والإسلامية**"، وتم التطرق فيه إلى تعريف السوق المالي التقليدي ومراحل نشأته، وكذا وظائف وأنواع السوق المالية التقليدية، بالإضافة إلى تعريف السوق المالية الإسلامية والمبادئ التي تقوم عليها هذه السوق.

أما الفصل الثاني الذي جاء عن "**الأدوات المتداولة في السوق المالي التقليدي والإسلامي**"، يتناول هذا الفصل الأدوات المالية المتداولة في كل من السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي، بالإضافة إلى التعرف على أهم الفوارق بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.

وجاء الفصل الثالث كدراسة حالة معنونا ب: "**دراسة حالة السوق المالي في ماليزيا**"، هذا الفصل عبارة عن إسقاط الجانب النظري على حالة السوق المالي في ماليزيا، إنطلاقا من ذلك تم التطرق فيه إلى السوق المالي التقليدي في ماليزيا، وكذا السوق المالية الإسلامية دون الإغفال عن تقييم التجربة الماليزية بخصوص سوق رأس المال ومعرفة إيجابيات وسلبيات هذه التجربة.

ومن خلال مجمل الدراسة النظرية والتطبيقية تم الخروج بخاتمة عبارة عن حوصلة عامة متضمنة نتائج الدراسة، وإختبار الفرضيات التي تم الإنطلاق منها، والتوصيات المقترحة.

XI- مشكلات الدراسة.

واجهت الباحثة العديد من العراقيل، لعل أهمها هو صعوبة الوصول إلى المعلومات حول السوق المالي في ماليزيا.

الفصل الأول:

مفاهيم عامة عن الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

تمهيد.

أصبح موضوع الأسواق بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص لب أي إقتصاد في العالم، حيث تعمل هذه الأسواق على دعم الإقتصاد الوطني من جهة وعلى منح المستثمرين فرصة الكسب عند المساهمة في تمويل المشاريع من جهة أخرى، ومن هنا جاء إهتمام الإسلام بالأسواق وقد خصها بعنايته بما يتوافق مع دوره في حياة الأفراد والمجتمعات، كما أن نجاح وتطور الصناعة المصرفية الإسلامية في الأونة الأخيرة أدى إلى ظهور الحاجة إلى إنشاء سوق إسلامية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

وقد عرفت السوق المالية الإسلامية إهتمام كبير خاصة بعد نجاح التجربة الرائدة في مجال العمل المصرفي الإسلامي، ونجاح الممارسة العملية للمصارف الإسلامية التي إستطاعت في فترة وجيزة من ظهورها أن تزيد من عددها ومعدل نموها وإنتشارها في مختلف أنحاء العالم.

وبالتالي نهدف من خلال هذا الفصل تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية، حيث قسم الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: السوق المالي التقليدي.

المبحث الثاني: السوق المالي الإسلامي.

المبحث الأول: السوق المالي التقليدي.

تلعب الأسواق المالية التقليدية دوراً حيوياً في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيئتها للإستثمار، وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الإقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الإقتصادي على نحو متزايد ومستمر، وعليه سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى السوق المالي التقليدي وذلك من خلال التطرق إلى ماهية الأسواق المالية التقليدية والتعرف على وظائف وعناصر السوق المالي التقليدي، كما تناولنا أنواع الأسواق المالية التقليدية.

المطلب الأول: ماهية السوق المالي التقليدي.

تعتبر الأسواق المالية آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءاً و توجيه المدخرات للإستثمار في الصناعات التي تتميز بإرتفاع إنتاجية رأس المال، كما أنها تقدم للحكومات التمويل الكافي لمشاريع التنمية الإقتصادية. وعليه سنركز في هذا المطلب إلى تعريف الأسواق المالية ونشأتها.

الفرع الأول: تعريف السوق المالي التقليدي.

السوق المالي عبارة عن مصطلح مركب من جزئين هما السوق والمال، ولأجل ذلك فمن الأفضل التعريف بهما أولاً قبل التعريف بالسوق المالية بإعتبارها مصطلاحا له دلالته الخاصة ومفهومه المحدد.

أولا: تعريف السوق لغةً وإصطلاحاً.

يتطلب تحديد مفهوم السوق تعريفه في اللغة ومن ثم في الإصطلاح الإقتصادي كمايلي:

- **التعريف اللغوي للسوق:** السوق كما جاء في لسان العرب: موضع البياعات أو التي يتعامل فيها، وهي تذكر وتؤنث والجمع أسواق، وتصغير السوق: سُويقة وسميت السوق بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق المبيعات نحوها.[1]
- **تعريف السوق في الإصطلاح الإقتصادي:** السوق في المعنى الإقتصادي لا يقصد به مكان معين بقدر أن يتحقق لبائعى ومشتري سلعة ما الإتصال ببعضهم البعض، وإذا كان الحيز الذي يتم من خلاله هذا الإتصال في قرية أو مدينة أصبح السوق محلياً وإذا كان قطراً أصبح السوق

[1]– أبى الفضل جمال الدين محمد بن مكرم بن منظور الإفريقي المصري، **لسان العرب**، المجلد السادس، دار صادر، سوريا،1990، ص:166.

قطرياً أو قد يشمل العالم كله ومن ثم يصبح السوق دولياً، ونؤكد أن الإقتصاديون لم يعودوا يقصدون بالسوق المكان المخصص لعرض السلع بل الحيز الذي يمكن فيه أن يتخابر البائعون والمشترون فيما بينهم.[1]

ثانيا: تعريف المال لغةً وإصطلاحاً.

- **التعريف اللغوي للمال:** جاء المال في المعجم الوسيط: بأن المال هو كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع أو عُروض تجارة أو عقار أو نقود أو حيوان.[2] وفي القاموس المحيط: فإن المال هو ما ملكته من كل شئ.[3]
- **تعريف المال في الإصطلاح الإقتصادي:** إختلفت عبارات الفقهاء في تعريف المال إصطلاحا نظرا لتباين وجهات نظرهم في حقيقته، غير أنها وإن إختلفت في بعض صياغتها إلا أنها متقاربة في مفهومها وتربطها حقيقة إخراج المنافع من مسمى(المال)، فقد ذهب الجمهور من المالكية والشافعية والحنابلة إلى إعتبار المنافع أموالاً فإن الحنفية لا يعدون المنفعة مالاً.[4]

أما المال في الإصطلاح الإقتصادي: هو كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن مالا أيًّا كان نوعه أو قيمته فكل شئ يمكن أن يُعوض في السوق وتُقدر له قيمة فهو مال.[5]

و المال في إصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية والمختصين في شوؤن البورصات فيقصد به نوعاً خاصاً من المال في صورته النقدية، أي أن جميع الأدوات التي تصدر في السوق المالية من أسهم وسندات وأذونات...وغيرها إنما الغرض من إصدارها هو تحصيل وجمع الأموال في صورتها النقدية السائلة لأجل إستعمالها رؤوس أموال للشركات، أو غير ذلك من الأغراض التي تتطلب سيولة نقدية.[6]

---

[1]– محب خلة توفيق، **الهندسة المالية الإطار النظري التطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص:52.

[2]– مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط** ، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، مصر، 2004، ص: 892.

[3]– مجد الدين محمد بن يعقوب الفيروز أبادي الشيرازي، **القاموس المحيط**، دار إحياء التراث العربي، لبنان،2003، ص: 977.

[4]– نذير بن محمد الطيب اوهاب، **حماية المال العام في الفقه الإسلامي**، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، المملكة العربية السعودية، 2001، ص: 12.

[5]– شوقي عبده الساهي، **المال وطرق إستثماره في الإسلام**، الدار الجامعية، مصر، 1984، ص: 23.

[6]– مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل والأسواق المالية المعاصرة**، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص:33.

ثالثا: تعريف السوق المالي التقليدي.

تحتل الأسواق المالية مكانة هامة في النظم الإقتصادية المعاصرة نظراً لما تقوم به من دور هام في تمويل الأنشطة الإقتصادية المختلفة ولذلك وردت عدة تعريفات تبين مفهوم وحقيقة الأسواق المالية، ومن هذه التعريفات نجد:

التعريف الأول:

السوق المالية هي عبارة عن: " قناة الربط المالية مابين الإدخارات المتدفقة من العوائل والأعمال بإتجاه متطلبات الإنفاق الجاري لأغراض الإستثمار والإستهلاك، وبذلك فإن السوق المالي يمثل قلب النظام الإقتصادي إذ يجذب ويخصص الإدخارات من خلال مجموعة معدلات الفائدة وأسعار الصول المالية".[1]

التعريف الثاني:

تعرف السوق المالية على أنها: "الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو طويلة الأجل من خلال تداول الأداة المالية المناسبة أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق".[2]

التعريف الثالث:

كما تعرف على أنها:" ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية بمشتري تلك الأدوات، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".[3]

[1]– محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية مؤسسات– أوراق–بورصات**، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2005، ص: 34.

[2]– أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص:93.

[3]– وليد صافي، أنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص: 16.

من خلال ما سبق نستخلص بأن السوق المالي " عبارة عن وسيلة يلتقي من خلالها المشترون والبائعون الذين يتعاملون بالأدوات المالية قصيرة وطويلة الأجل، كما يشتمل تعبير السوق المالية على نوعين أساسين من الأسواق وهما سوق النقد وسوق رأس المال، حيث تختلف سوق النقد عن سوق رأس المال أساسا في آجال إستحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها".

الفرع الثاني: نشأة السوق المالي التقليدي.

ترجع الجذور التاريخية للأسواق المالية إلى العهد اليوناني الذي عرفت فيه مهنة الصرافة في عام 527 قبل الميلاد وتلاشت هذه المهنة عند دخول أوربا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي، أما في القرن الرابع عشر فقد إحتلت مدينة بروج البلجيكية المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدي حيث كانت في هذه الفترة تجمع أكبر ست عائلات العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات البيع والشراء ومن ثم كتابة بواليص التأمين وكان الرئيس يدعى (Van Bourse).[1]

ويرجع تاريخ إنشاء أول بورصة في أنقرس عام 1536 ثم في مدينة أمستردام عام1608، ثم في لندن عام1666 وفي باريس عام 1808 وإستمر تطور البورصات إلى يومنا هذا والتي من أشهرها بورصة وول ستريت، وبورصة طوكيو وبورصة الأورونكست.[2]

وقد مرت نشأة الأسواق المالية بعدة مراحل نوجزها فيمايلي:

- **المرحلة الأولى:** تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وإرتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على إستثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية..... إلخ، كل هذا أدى إلى إشباع المعاملات التجارية وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، فأصبح الفرد غير قادر على تمويلها مما إضطر إلى اللجوء لبنوك الإقتراض.[3]

[1]– سهام عيساوي، **دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال– دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص: إقتصاديات النقود البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر– بسكرة، الجزائر،2006/2005، ص ص: 5–6.

[2]– صلاح الدين حسين السيمسي، **بورصات الأوراق المالية**، عالم الكتب، مصر، 2003، ص:5.

[3]– جمال جويدان الجمل، **دراسات في الأسواق المالية والنقدية**، دار صفاء، الأردن، 2002، ص:18.

- **المرحلة الثانية:** إتسمت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعدما كانت هذه الأخيرة تتمتع بحرية مطلقة، حيث أصبحت البنوك التجارية تقوم بوظائفها التقليدية (خصم الأوراق التجارية، تقديم الإئتمان) وذلك وفقا لقواعد و أوامر البنك المركزي. [1]
- **المرحلة الثالثة:** بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد إحتياجاتها من الأموال، أما البنك المركزي فهو يقوم في هذه المرحلة بإصدار سندات الخزينة ويزيد في مراقبته على نشاط البنوك بهدف الحفاظ على الإستقرار المالي و النقدي.[2]
- **المرحلة الرابعة:** تميزت هذه المرحلة ب:
  - ظهور الأسواق النقدية المحلية.
  - الإهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل.
  - إزدياد نشاط الأوراق التجارية، وشهادات الإيداع القابلة للتداول.

كل هذا يعتبر بمثابة بداية إندماج السوق النقدي مع السوق المالي، وبداية ظهور الأسواق الثانوية لتبادل هذه الأوراق (البورصات).[3]

- **المرحلة الخامسة:** في هذه المرحلة تم دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حبث عرض النقود أو الطلب عليها[4] ، كما ظهرت عدة مؤسسات ضحمة وبشكل متزايد وبالتالي إحتلت مركزا مهما في الأسواق المالية، ومن بين هذه المؤسسات مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد، صناديق الإستثمار التي ساعدت على زيادة مخاطر تقلبات الأسعار في هذه الأسواق مما أدى إلى ظهور أسواق المشتقات التي تسمح بالتحوط من هذه المخاطر.[5]

---

[1]– مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص:54.

[2]– خليل الهندي، انطوان الناشف، **العمليات المصرفية والسوق المالية**، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص ص:26–27.

[3]– صلاح الدين حسين السيمسي، **مرجع سابق**، ص:5.

[4]– خليل الهندي، انطوان الناشف، **مرجع سابق**، ص:27.

[5]– عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن، 2010، ص:13.

المطلب الثاني: وظائف السوق المالي التقليدي.

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في التنمية الإقتصادية، وقد تزايدت أهمية دورها مع نمو نطاق الصناعة والتجارة والخدمات والبنية الإقتصادية. حيث تؤدي الأسواق المالية الوظائف التالية:

الفرع الأول: الوظيفة الإدخارية للسوق المالي التقليدي.

تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الإستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد إيراداتهم على نفقاتهم ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها أو حتى الوقت المناسب لذلك ويرغبون في إيجاد قنوات إستثمارية مأمونة يضمنون فيها حقوقهم المالية وتحقق لهم المزيد من العائد عليها بدلا من بقائها مجمدة وتظهر هذه الوظيفة جليا في حالة صغار المدخرين الذين لا يملكون إقامة المشاريع المستقلة وحدهم.[1]

الفرع الثاني: الوظيفة الإقتصادية للسوق المالي التقليدي.

تتلخص هذه الوظيفة في تسهيل إنتقال الموارد الإقتصادية من المقرض إلى المقترض بحيث يحقق المقرضون عائداً من أعمالهم ويدخرون جزءاً منه لإستخدامه في المستقبل ويستطيعون تحقيق عائدا على هذا الجزء المدخر من خلال إقراضه.[2]

تعتبر الأسواق المالية بحكم هذه الوظيفة همزة وصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية، كما أنها تعمل على خلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض بهدف تلبية إحتياجات المشروعات من هذه التدفقات.[3]

الفرع الثالث: الوظيفية التمويلية للسوق المالي التقليدي.

تتمثل هذه الوظيفة في توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والإستثمارات المختلفة، وذلك من خلال قيام أسواق المال بدور الوسيط بين فئات الفائض الإدخاري المحلي أو الخارجي (أفراد،

[1]– حسن حمدى، **دليلك إلى البورصة والإستثمار**، الطبعة الأولى، دار الكتاب العربي، سوريا، ص:17

[2]– محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:25.

[3]– محمد بن علي العقلا، **الوظائف الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية**، المؤتمر العلمي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 6–8 مارس2007، ص:15.

مؤسسات، حكومات) الذين يطلبون المال للمشروعات والإستثمارات أو للإنفاق العام، ويقسم التمويل من حيث مصدره إلى نوعين:

- **التمويل الداخلي:** هذا التمويل يكون موجه من وحدات الإدخار من نفس البلد الواحد إلى وحدات الإستثمار في نفس تلك البلد، وبهذا تعود فائدة الوظيفة المالية التي تقدمها السوق المالية على الجهتين دون أي سلبيات.
- **التمويل الخارجي:** أي أنه موجه من وحدات الإدخار من بلد أجنبي إلى وحدات الإستثمار في البلد المحلي بالمطلق وإنما ستكون موزعة على الجهتين.[1]

المطلب الثالث: العناصر المتعاملة في السوق المالي التقليدي.

يضم السوق المالي العديد من المتعاملين متمثلين في أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي وكذا الوسطاء، وذلك على النحو التالي:

الفرع الأول: أصحاب العجز المالي.

أصحاب العجز المالي هم الذين يحصلون على الأموال اللازمة من المدخرين بالإقتراض في السوق المالي ، أو عن طريق إصدار السندات ونحوها، وإما على جهة طلب المشاركة عن طريق إصدار الأسهم[2]، ومن أمثلة المؤسسات والشركات التي تعمل على الحصول على أموال المدخرين بإصدار الأوراق المالية مايلي:[3]

- **الحكومات:** تلجأ الحكومة إلى إصدار أوراق مالية عادة السندات بهدف تلبية إحتياجاتها الإنفاقية لسد العجز في موازنتها العامة.
- **الشركات العامة والخاصة:** وهي تلك الشركات التجارية، الصناعية والخدمية التي تقوم بإصدار أوراق مالية بهدف تمويل إستثماراتها الجديدة ومشاريعها التوسعية.

[1]– صلاح الدين شريط، **دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية– دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر3، الجزائر،2012/2011، ص:85.

[2]– مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص:44.

[3]– أحمد أبو الفتوح علي الناقة، **نظرية النقود والبنوك و الأسواق المالية**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص ص:25–26.

- **شركات التمويل:** تقوم هذه الشركات بتجميع المدخرات وتوجيهها إلى تمويل إحتياجات الأفراد الإستهلاكية أو تمويل المشروعات الصغيرة.
- **صناديق الإستثمار:** تستثمر هذه الصناديق الأموال المجمعة من طرف الأفراد والمؤسسات في شراء أوراق مالية أخرى متوفرة في السوق، وتقوم بدفع عوائد على هذه الأوراق للمساهمين في الصندوق بحسب مشاركتهم فيه.[1]

الفرع الثاني: أصحاب الفائض المالي.

أصحاب الفائض المالي هم المستثمرون الذين يزيد دخلهم النقدي عن إنفاقهم الإستهلاكي ويرغبون في توظيف مدخراتهم أو فوائضهم المحققة بالإقتراض المباشر، أو بشراء الأوراق المالية التي تحقق لهم العائد المرغوب. ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق:

1. الإقراض المباشر، والذي يتمثل في إيداع الأموال في حساب مصرفي الإدخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين.
2. شراء السندات أو وثائق صناديق الإستثمار أو صناديق التقاعد.
3. شراء الأسهم.[2]

الفرع الثالث: الوسطاء الماليين أو الوكلاء.

يتعهد الوسطاء الماليين بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين(بيع وشراء الأوراق المالية) في السوق الثانوية وفي مقابل ذلك يحصلون على مبلغ كعمولة محددة لهم في النظام الداخلي، ويشترط أن يكون نشاط الوسطاء مرخصاً بموجب قانون السوق المالي. وتضم فئة الوسطاء ثلاث مجموعات هي:

1. **السماسرة:** هو وسيط في الأسواق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين عند شراء أو بيع الأوراق المالية حيث تقتصر وظائفهم على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المستثمرين مقابل الحصول على عمولة متفق عليها غالبا بنسبة مئوية من قيمة الصفقة المبرمة.[3] و يقوم السمسار

[1]– مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **مرجع سابق**، ص:50.

[2]– السيد متولي عبد القادر، **الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير**، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، مصر،2010، ص ص:69-70.

[3]– مفيد اللاوي، **محاضرات في الإقتصاد النقدي والسياسات النقدية**، مطبعة مزوار، الوادي، الجزائر،2007، ص:50.

على تأدية خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إليه العميل، وتكون هذه الأوامر في أغلب الأحيان محكومة بعنصرين هما:[1]

أ- **سعر التنفيذ:** هو السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.

ب-**وقت التنفيذ:** ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلولها بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء.

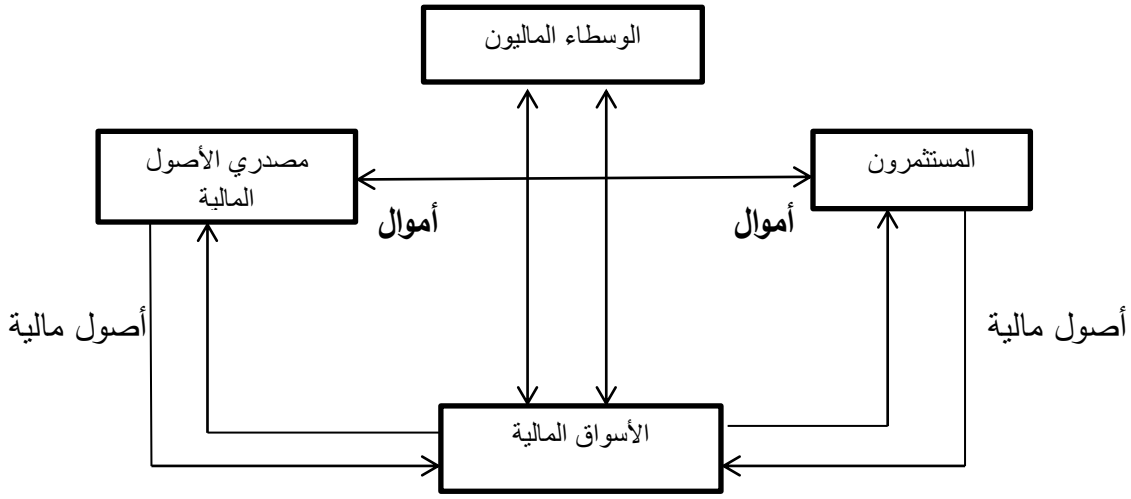
2. **صانعوا السوق:** وهو وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق المالي الثانوي من خلال بيع وشراء الأوراق المالية إما لصالح عملائه أو لحسابه الخاص، ويحصل صانعوا السوق على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع الورقة المالية.
3. **متعهدوا تغطية الإصدارات الجديدة:** وهو الوسيط (سواء كان بنك إستثمار أو شركة وساطة) والذي من خلاله يقوم بشراء الأوراق المالية من مصدرها الأول بهدف إعادة بيعها مقابل عمولة معينة، ومن بين أهم الشروط التي يلتزم بها الوسيط هو أن يقوم بالشراء لحسابه الخاص ذلك الجزء الذي يفشل في تسويقه وبيعه من هذه الإصدارات.[2]

ويمكن تمثيل المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية من خلال الشكل التالي:

[1]- رسمية أحمد أبو موسى، **الأسواق المالية النقدية**، دار المعتز، الأردن،2005، ص ص40:-41.

[2]- علي عباس، **إدارة الأعمال الدولية** ، دار الحامد، الأردن،2007، ص ص:310-311.

شكل رقم (1): المتعاملون الرئيسيون في السوق المالية.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، **مرجع سابق**، ص:45.

يمثل الشكل أعلاه أهم المتعاملون في السوق المالية حيث يحصل المستثمرون على أموال من مصدري الأصول المالية عن طريق الإقتراض أما الوسطاء الماليين فدورهم يكمن في تنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين سواء كان في بيع أو شراء الأوراق المالية.

المطلب الرابع: أنواع الأسوق المالية التقليدية.

ينقسم السوق المالي التقليدي إلى سوقين مهمين وهما:

الفرع الأول: أسواق النقد(Money Markets).

يلعب سوق النقد دورا هاما وأساسيا في إقتصاديات كافة دول العالم مهما كان نشاطها، وتتميز الأسواق النقدية بعدة خصائص ومميزات.

أولا: تعريف سوق النقد.

تعرف أسواق النقد بأنها: "سوق مختصة بتداول وسائل الإئتمان قصيرة الأجل وبآلية تدفقاتها وهي تُعنى خاصة بحركة رأس المال الدائر، ولاسيما للمصالح الصغيرة وبالقروض الشخصية وبالكمبيالات

والأوراق التجارية وبالحولات المقبولة من المصارف، وبأذون الخزانة وبسندات الدولة قصيرة الأجل أو ما شابه ذلك".[1]

كما يمكن تعريف السوق النقدي بأنه:" سوق مالي يتم فيه إصدار وتداول أدوات مالية وأوعية إئتمانية قصيرة الأجل التي تستحق خلال سنة أو أقل، والتي يتم متابعتها من خلال سعر الفائدة المرتبطة بها والذي يحدد غالبا عند عقد القرض".[2]

ثانيا: خصائص سوق النقد.

يتميز السوق النقدي بسمات عديدة تميزه عن غيره من الأسواق المالية ، والتي يمكن أن نذكر منها مايلي: [3]

1- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات سدادها ما بين يوم واحد وفي بعض الحالات سنة واحدة وذلك بشكل عام.
2- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية، وهذا راجع لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود.
3- نظرا لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل وإرتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بأدوات إستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل للفشل.
4- إن أغلب الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم أكبر، وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة.
5- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة بإستثناء الودائع المصرفية.
6- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية، وفضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرضية للفوائد المصرفية، وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للإستثمار في فترات قصيرة.

---

[1]- ميسون علي حسين، **الأوراق المالية و أسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري**، مجلة جامعة بابل، المجلد 21، العدد الأول، العراق، 2013، ص:3.

[2]- عاطف وليم أندراوس، **أسواق الأوراق المالية**، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص:16.

[3]- عبير بوضياف، **سوق الأوراق المالية في الجزائر**، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصةPGS، تخصص مالية، جامعة منتوري- قسنطينة ، الجزائر،2007، ص ص:5-6.

ثالثا: أقسام سوق النقد.

ينقسم سوق النقد بدوره إلى:

1. **السوق الأولية:** تعرف السوق الأولية على أنها "السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته".[1]
2. **السوق الثانوي:** وهي السوق التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما:[2]

أ- **سوق الخصم:** وهو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الإئتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية العادية(الكمبيالات والسندات الأذنية) ، القبولات المصرفية، أذونات الخزينة...

ب-**سوق القروض قصيرة الأجل:** تشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الإئتمان قصير الأجل من الناحية أخرى.

رابعا: المتعاملون في سوق النقد.

تتكون أطراف التعامل في سوق النقد من ثلاثة عناصر:[3]

1- **المؤسسات الوسيطة المالية والنقدية:** كالبنوك المركزية التي تلعب دورا هاما في تنظيمها من خلال السياسات والتشريعات خاصة منها المتعلقة بأسعار الفائدة ونسب الإحتياطات النقدية، بالإضافة إلى البنوك التجارية، شركات التأمين والمؤسسات المالية غير المصرفية مثل بيوت القبول وسماسرة الأذون...وغيرها.

---

[1]- نسرين بوتة، **الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة- دراسة لواقع التجربة المغربية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر،2015/2014، ص:26.

[2]- عبد القادر متولي السيد، **مرجع سابق**، ص ص: 93-94.

[3]- محمد البنا، **أسواق النقد والمال الأسس النظرية و العملية**، زهراء الشرق، مصر،1996، ص:102.

2- **أصحاب الفوائض المالية:** يقصد بهم الأفراد الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل حيث يحقق لهم إعتبارات السيولة والعائد.

3- **وحدات العجز المالي:** وهى الفئة التي تحتاج إلى سيولة وإئتمان قصير الأجل لسداد إلتزامات عاجلة دون الحاجة إلى تحمل أعباء عالية، مثل التجار المضاربين والسماسرة والمستهلكين بالإضافة إلى الحكومة والمنشآت.

الفرع الثاني: أسواق رأس المال(Capital Markets).

تعد أسواق رأس المال محرار لصحة إقتصاد السوق وهي تعكس مستوى الركود أو الإنتعاش في أي إقتصاد، ويتميز سوق رأس المال عن السوق النقدي في عدة مجالات.

أولا: تعريف سوق رأس المال.

يتمثل سوق رأس المال " في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقتراض الأموال وإستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة ويكون إقراض الأموال أو إستثمارها لأجل طويل بهدف إستغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل إستثمارات رأسمالية طويلة الأجل".[1]

كما يعرف سوق رأس المال على أنه " مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام، وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) بشكل خاص".[2]

ثانيا: وظائف سوق رأس المال.

يقوم سوق رأس المال بالعديد من الوظائف من بينها:[3]

[1]- حسين محروس ، **الأسواق المالية والإستثمارات المالية**، جامعة عين شمس، مصر، 1993، ص ص:40-41.

[2]- حمزة الزبيدي ، **الإستثمار في الأوراق المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص:114.

[3]- رشيد هولي، **مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس الجزائر المغرب**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، 2011/2010، ص:16.

1- تعمل سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين، إلى جانب إتاحة فرص الربح للمستثمر وللمدخر الذي يعمل على زيادة المدخرات.
2- تلعب سوق رأس المال دور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة وهذا من خلال الأدوات التي توفرها، كما أنها تعمل على توليد دخل خلال فترة الإحتفاظ بها.
3- توفر سوق رأس المال السيولة اللازمة من خلال تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة في حالة رغبة مالكها وذلك بالسعر السائد في السوق.
4- تعمل سوق رأس المال على توفير التمويل اللازم للإستثمار، وذلك من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للإستثمار وللتوسع.
5- تساهم سوق رأس المال في تخفيض المخاطر من خلال فرص تنويع المحفظة المالية التي توفرها للمستثمر.

ثالثا: أقسام سوق رأس المال.

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين وهما:

1. **سوق رأس المال الأجل:** يقصد به السوق الذي يتم من خلاله التعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، أي بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة أو جزء منها ويتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.[1]
2. **سوق رأس المال الفوري:** وهي السوق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل بيعاً وشراءاً ويتم تسليمها فور إتمام الصفقة دون تأجيل مما يجعلها تتسم بنوع من التأكيد اليومي لظروف الأسواق المعنية. كما ينقسم السوق المالي الفوري إلى:[2]

1.2.السوق الأولي(سوق الإصدار): وهو السوق الذي تم فيه إصدار الأوراق المالية(أسهم وسندات) أول مرة وبيعها للمشتري الأول و يطلق عليه أيضا بسوق الإصدار، وتتمثل هذه السوق في الشركات

[1]- رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، تخصص علوم إقتصادية ، جامعة الجزائر، الجزائر،2006/2005، ص:6.

[2]- رشيد هولي، **مرجع سابق**، ص ص:12-13.

التجارية التي يسمح لها بإصدار الأوراق المالية و الخزينة العامة للدولة والتي تقوم بإصدار سندات القرض وأذونات الخزينة العامة للإقتراض من المؤسسات والأفراد.

2.2.السوق الثانوية(سوق التداول): وهي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأول، وذلك إما بيعا أو شراء عبر السماسرة والوسطاء أو بشكل مباشر. وينقسم السوق الثانوي إلى:

- **السوق المالية المنظمة(البورصة):** وهو السوق الذي يحكمه قوانين وإجراءات رسمية، أي هي السوق التي يتم التعامل فيها من خلال البورصات الرسمية وفقا للقواعد واللوائح المنظمة والتي يتعامل فيها بيعا وشراء لكافة أنواع الأوراق المالية(أسهم وسندات) وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ .
- **السوق المالية غير المنظمة:** يطلق هذا الإصطلاح على الأسواق التي تجرى فيها معاملات خارج البورصات، حيث يطلق على هذه المعاملات بالمعاملات على المنضدة التي تتولالها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية. وتتكون هذه السوق من أسواق أخرى هي:[1]

- **السوق الثالث:** هذه السوق تشمل قطاع من السوق غير المنظمة وتتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة(البورصة)، حيث تتميز هذه السوق بإنخفاض تكاليف خدماتها المتمثلة في العمولة التي تتقاضاها من عملائها مع سرعة تنفيذها لهاته المعاملات، أما جمهور العملاء المتعاملين فيها فهم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات والبنوك التجارية إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة.
- **السوق الرابع:** يقصد بها المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، حيث يتم اللقاء بين البائعين والمشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة يساعده شبكة قوية من التيلفونات أو أطراف الحاسوب والوسيط هنا لا يقوم بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة .

[1]– منير إبراهيم هندى، **الأوراق المالية وأسواق المال**، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص ص:109-111.

- **السوق الموازي:** يطلق عليها أيضا بالسوق غير الرسمية وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الإتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الإتصال القوية كالخطوط الهاتفية أو أطراف الحاسب الآلي وغيره من وسائل الإتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.[1]

الفرع الثالث: أسواق أخرى.

تتكون الأسواق المالية من أسواق أخرى بالإضافة إلى سوق النقد وسوق رأس المال، ومن أهم هذه الأسواق مايلي: [2]

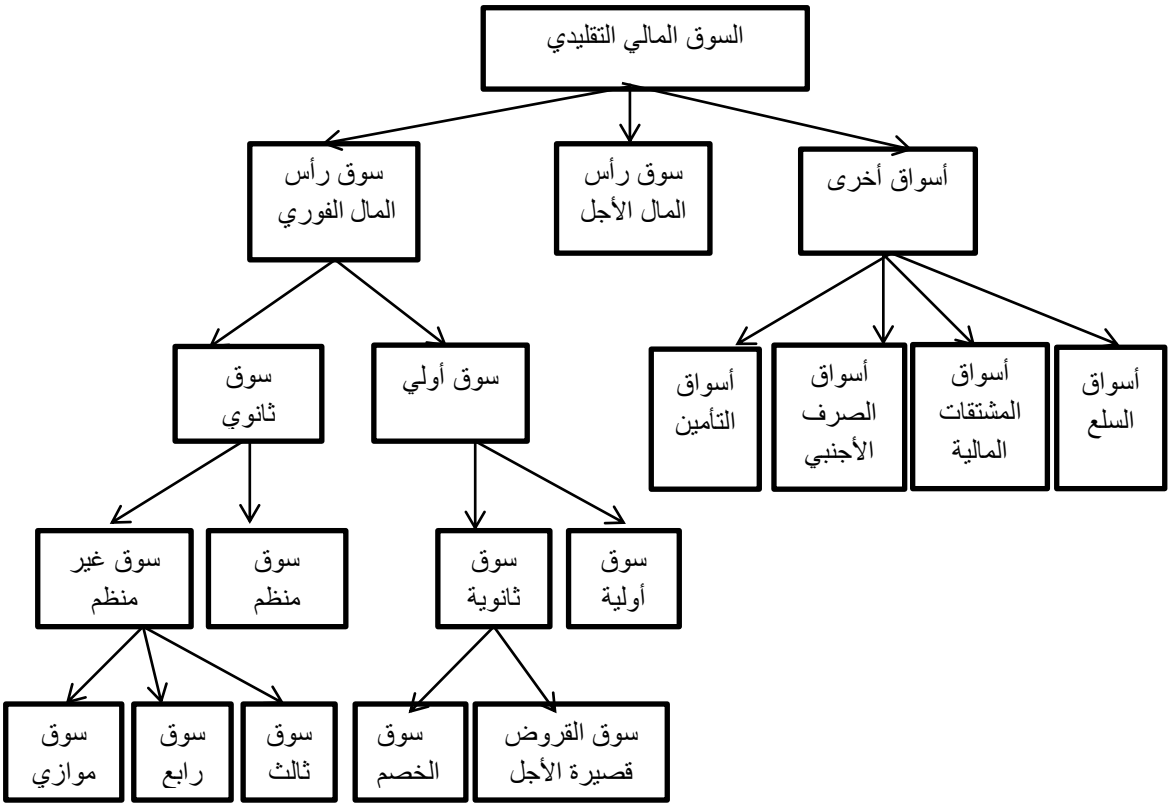
- **أسواق الصرف الأجنبي:** وهي الأسواق التي تسهل التجارة في العملات الأجنبية، وتنقسم هذه الأسواق إلى أسواق عاجلة وأخرى أجلة.
- **أسواق المشتقات المالية:** ظهرت هذه الأسواق حديثا وأصبحت الأكثر إنتشارا، وهي أسواق يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المشتقة ولكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن أهم هذه الأسواق: سوق الإختيارات والسوق المستقبليات، والتعامل في هذه العقود قد يكون في الأسواق المنظمة.
- **أسواق السلع:** وهي الأسواق التي تسهل التجارة في السلع.
- **أسواق التأمين:** وهي الأسواق التي تسهل إعادة توزيع المخاطر المالية المختلفة.

ويمكن توضيح أنواع الأسواق المالية التقليدية التي سبق ذكرها في الشكل التالي:

[1]– مبارك بن سليمان آل فواز، **الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)**، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية،2010 ، ص:9.

[2]– السيد متولي عبد القادر، **مرجع سبق ذكره**، ص:96.

شكل رقم(2): أنواع الأسواق المالية التقليدية.



المصدر: إعداد الطالبة بالرجوع إلى: منير إبراهيم هندى، **مرجع سابق**، ص:6.

المبحث الثاني: السوق المالي الإسلامي.

تشهد الساحة المصرفية تطورا هائلا في الصناعة المصرفية الإسلامية سواء في شكل إنشاء مصارف إسلامية جديدة أو في شكل تحول بعض البنوك التقليدية إلى العمل المصرفي، بالإضافة إلى تقديم العديد من البنوك المحلية والدولية للخدمات المصرفية الإسلامية إلى جانب خدمات المصرف التقليدي.

حيث تلعب المصارف الإسلامية دورا هاما في دعم وتطوير الأسواق المالية العربية بإعتبارها أحد أهم المنافذ الإستثمارية التي تستوعب سيولتها الفائضة وتمدها بالسيولة اللازمة عند الحاجة، وتمول مشروعاتها وأفكارها، ولذلك فقد حظي موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية إهتماما بالغ في السنوات الأخيرة وتزايد الإهتمام بها وهذا راجع للوظائف الهامة التي تقوم بها، وبالتالي سنتاول في هذا المبحث موضوع السوق المال الإسلامي وذلك من خلال التطرق إلى ماهية السوق المالي الإسلامي، والمبادئ التي يعتمد عليها هذا السوق في تعاملاته، وأيضا تم التطرق إلى وظائفه وأنواعه.

المطلب الأول: أساسيات حول السوق المالي الإسلامي.

تعمل الأسواق المالية الإسلامية على دفع عجلة النمو الإقتصادي في البلدان الإسلامية حيث أن الأسواق المالية الإسلامية لا تختلف عن الأسواق المالية التقليدية من حيث المفهوم وطبيعة العمل، غير أن الأسواق المالية الإسلامية تكون منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية. وعليه سنتناول تعريف ونشأة الأسواق المالية الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف السوق المالي الإسلامي.

للسوق المالي الإسلامي عدة تعاريف نذكرها فيمايلي:

التعريف الأول:

تعرف الأسواق المالية الإسلامية على أنها " الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم إقتنائها وتداولها عبر قنوات

إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي".[1]

التعريف الثاني:

وتعرف أيضا على أنها:" سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية ".[2]

التعريف الثالث:

كما يمكن تعريفها على أنها: " فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنويع محفظته المالية وإختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعا ومشروعية، كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الإقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع".[3]

من خلال ما سبق نستنتج أن السوق المالية الإسلامية تستمد مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام، إلا أن جميع التعاملات والأدوات المتداولة في السوق المالي الإسلامي تكون وفق أحكام الشرعية الإسلامية وخالية من كافة المحاذير الشرعية.

الفرع الثاني: نشأة السوق المالي الإسلامي.

بدأت تظهر فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية منذ حوالي عقدين من الزمن على يد الدكتور سامي حمود، حيث طرح فكرته هذه في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984 ومن بين مقترحاته مايلي:

- تداول الحصص الإستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة.

[1]– عمار شلابي ، **مبادئ وآليات الأسواق المالية الناشئة من منظور إسلامي**، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوث1955–سكيكدة، 17–18 نوفمبر2015، ص ص:10–11.

[2]– أحمد السعد، **الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية**، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008، ص:19.

[3]– كمال حطاب، **نحو سوق مالية إسلامية** ، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية،2005، ص:2.

- إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحريني الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة، وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المنفذة والأرباح المستحقة.[1]

كما أكد المرحوم الدكتور محمد سيد متاعي هذه الفكرة في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة1986 وأكد على تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوية لهذه الأدوات، وهو ما أعيد التركيز عليه في القاهرة سنة1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية إنتقال وإستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية.[2]

وتواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي ليكون بمثابة البديل عن السوق المالي التقليدي، ولقد عقد مجمع الفقه الإسلامي نداوت ومؤتمرات عديدة توصل من خلالها على التأكيد على أن الأسواق المالية بشكلها الحالي لا تخدم المسلم وليست هي المثال الحقيقي للنظام المالي الإسلامي، ويجب إيجاد بديل عنها في إقامة سوق مالية إسلامية ومن ثم جاء التطبيق الفعلي لهذه الدعوات بتأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة2002.[3]

الفرع الثالث: خصائص السوق المالي الإسلامي.

يتميز السوق المالي الإسلامي بخصائص عدة من بينها مايلي:[4]

- أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات.
- تهتم هذه السوق بالسوقين الأولية والثانوية بشكل مكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة ولا تركز على حجم التداول بإعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالي.

---

[1]– سليمان ناصر، **السوق المالية الإسلامية– كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي**، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية– سطيف ، الجزائر، 28 ماي2003، ص:25.

[2]– حدة رايس، **دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية**، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر، مصر،2009، ص:471.

[3]– رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، **الشروط الفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للإقتصاد والتمويل الإسلامي ضمن المحور السادس بتعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، ص ص:9–10.

[4]– باسل الشاعر، **الأسواق المالية الإسلامية التوصيف الخصائص والحاجة**، المؤتمر الدولي الرابع للمالية والمصرفية الإسلامية: الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، الجامعة الأردنية، الأردن، يومي16–17 أوث2017، ص:3.

- أنها سوق لا تكون أدوات الدين أو الإقراض هي الغالب في تعاملاتها، وإنما تشجع وتحفز على أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الإستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.
- خلو هذه السوق من الإحتكارات والرشاوي والمعلومات المضللة التي تؤثر في تحديد أسعار الأوراق المالية.

الفرع الرابع: دواعي إنشاء السوق المالي الإسلامي.

إن من أهم دواعي قيام السوق المالية الإسلامية مايلي:[1]

- أنها تمثل إطارا لتنظيم تداول الأدوات المالية وفقا لضوابط الشريعة الإسلامية.
- أنها تمثل الوعاء الذي يستطيع المسلمون من خلاله إستثمار أموالهم في المشاريع التنموية المنتجة.
- تُمكن الأدوات المالية التي تطرحها هذه السوق من توزيع رأس المال على القطاعات الإقتصادية الفاعلة عبر صناديق متنوعة، وصناديق لتمويل العقارات والصناعة والبنى التحتية.
- توفر السوق المالية الإسلامية نقطة جذب هامة للإستثمارات الغربية بسبب العوامل الهامة التي تتمتع بها السوق المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: مبادئ ووظائف السوق المالي الإسلامي.

ترتكز كافة المعاملات المالية الإسلامية على مبادئ الشريعة الإسلامية السمحاء المستمدة من القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة ، إذ تهدف هذه المبادئ إلى تحقيق الشفافية والمساواة والعدالة والنزاهة وغيرها من الممارسات النبيلة ، كما أن السوق المالية الإسلامية تقوم بوظائف مختلفة.

الفرع الأول: مبادئ السوق المالي الإسلامي.

يمكن تلخيص المبادئ التي يقوم عليها السوق المالي الإسلامي فيمايلي:[2]

---

[1]– يمينة ختروسي، **متطلبات إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بالإعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: علوم إقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي– الشلف، الجزائر، 2017/2016، ص ص:153–154.

[2]– محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات،والإستراتجيات**، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011، ص ص: 644–646.

1- **تحريم الربا:** فالربا هو تحقيق عائد ثابت يحسب مسبقا على المبلغ محل القرض في تاريخ إستحقاق محدد أيضا مسبقا، من الأمثلة المعروفة عن اشكال الربا المنتشر بكثافة في المالية المعاصرة هو معدل الفائدة المحملة على القروض البنكية.

2- **تحريم الغرر:** الغرر هو المستوى المرتفع وغير المقبول من ظروف عدم التأكد والغموض المتعلق بالسلعة أو سعرها او كميتها أو وقت تسليمها أو كيفية تسديدها، ومن الأمثلة عن الغرر في مختلف المعاملات نورد الأشكال التالية:

- أشكال التأمين التجاري المنتشرة في العالم.
- التعامل بالمنتجات المالية المشتقة.
- بيع حيوانات مريضة ،لاسيما إذا كان المشتري لايعلم ذلك.

3- **تحريم الميسر وهو القمار بمختلف أشكاله وصوره:** إن الغرر المفرط يماثل القمار، وقد حرمت آيات القرآن الكريم والسنة النبوية الربح الناتج عن لعبة الحظ وهو ما يعرف بالميسر لقوله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه "، و يجدر الإشارة هنا إلى أن مصطلح المضاربة المستخدم في الأسواق المالية له مضمون آخر عن ما سبق فهو يشمل محاولة التنبؤ بالقيمة السوقية للورقة المالية من خلال تحليل وتفسير المعلومات ذات القيمة، أما في حالة غياب كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم التأكد فإن الأمر يتعلق بمضاربة مماثلة للعبة الحظ أو القمار وبالتالي تكون محرمة.[1]

كما تحرم الشريعة الإسلامية عددا معتبرا من الأدوات والأنشطة غير الأخلاقية نوجزها فيمايلي:

- **الإحتكار:** وهو تخزين السلعة أو الأداة المالية بغرض إحداث نقص إصطناعي في العرض،الأمر الذي يرفع من سعرها.
- **البيع على المكشوف:** وهو بيع التاجر أو المستثمر ما لا يملك من السلع أو الأوراق المالية وقت عقد الصفقة.

[1]- خالد محمود الزهار، رامي صلاح عبده، **نحو أسواق مالية إسلامية**، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الإستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية- غزة، فلسطين،2005، ص ص:14-15.

- **التعامل بالهامش:** شراء عدد من الأسهم بالهامش مثلا يعني أن المشتري يدفع جزء يسيرا من ثمنها نقدا ويدفع الباقي بقرض يحصل عليه من السمسار مقابل رهن تلك الأسهم، كما يقوم السمسار بإقتراض ذلك المبلغ من البنك بسعر فائدة معين يحمله لمشتري الأسهم، إضافة إلى الفوائد ومصاريف السمسرة المعروفة.[1]
- **النجش أو التناجش:** هو الإتفاق بين بائع السلعة وبعض الناس للتصنع بالشراء في سوق المزاد أو الأسواق الأخرى من أجل خداع الراغبين في الشراء وإغرائهم بالشراء بسعر أعلى من السائد في السوق.[2]
- **التدليس:** يقصد به هو كتمان البائع العيب في المبيع عن المشتري مع علمه، ليوهم المشتري بخلو المبيع من العيوب أو لجوء البائع إلى حيل ليغري المشتري على التعاقد.[3]
- **الغبن:** هو الفرق بين السعر الحقيقي للسلعة بعد تقييمها من طرف المختصين والسعر الذي دفع فعلا لشرائها، ينتج هذا الفرق بالإحتيال على المشتري أو البائع الفعلي للسلعة أو الورقة المالية.
- **بيع المضطر:** هو إستغلال الوضعية الخاصة التي يمر بها البائع (أو المشتري) وفرض السعر على المضطر.

- **ربط التمويل بإستثمارات حقيقية:** وفقا لهذا المبدأ تربط كل صفقة مالية بأصول مادية حقيقية محددة .
- **حرمة العقود:** وفقا لهذا المبدأ يعتبر إلتزام الأطراف المتعاقدة بما إتفقوا عليه من حقوق وواجبات أمرا مقدسا، بما في ذلك الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالسلعة أو الأوراق المالية محل الصفقة.
- **تقاسم الأرباح والمخاطر:** تتمثل أهم الأساسيات التي ترتكز عليها المالية الإسلامية في طرح المنتجات الإسلامية البديلة مبدأ تقاسم الأرباح (صيغة المضاربة)، ومبدأ تقاسم الربح والخسارة (صيغة المشاركة)، والبيع بأكثر من التكلفة (صيغة المرابحة)، والإستصناع والإجارة والسلم وغيره من الصيغ.[4]

---

[1]- محفوظ جبار، **مرجع سابق**، ص ص: 645-646.

[2]- محمود حسن صوان، **أساسيات الإقتصاد الإسلامي**، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص:178.

[3]- محمد صبري هارون، **أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات- ضوابط الإنتفاع بها في الفقه الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص:139.

[4]- محفوظ جبار، **مرجع سابق**، ص ص:645-646.

الفرع الثاني: وظائف السوق المالي الإسلامي.

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الإقتصادية المعاصرة وخاصة في الدول الإسلامية وهذا ما ساعدها على تأدية مختلف وظائفها والمتمثلة في:

1- **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الإقتصاد:** تعد السوق المالية الإسلامية حلقة وصل بين الوحدات الإقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي والوحدات الإقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرت بكافة أشكالها وآجالها وإعادة توزيعها وإستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الإقتصادية المنتجة والمتوافقة مع أحكام الشريعة.[1]
2- **توفير السيولة:** بواسطة السوق المالية الإسلامية يمكن للمستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وذلك بإعتبار السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحرة بحيث يوجد دائما من هم على إستعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على إستعداد أيضا لشرائها.
3- **تنويع الخيارات الإستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول:** تعمل السوق المالية الإسلامية على تنويع الخيارات الإستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الإستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة إختيار ما يرغب الإستثمار فيه من تلك الأدوات الإستثمارية الإسلامية وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان.
4- **السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية:** تعتبر السوق المالية الإسلامية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، حيث يتم فيها تحديد الأسعار بموضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، كما أن هذه السوق تساهم في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات و تلزم الشركات المدرجة بها بالإفصاح عن المعاومات المتعلقة بأدائها ليسهل معرفة أوضاع هذه الشركات.[2]

---

[1]- أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، **إقتصاديات النقود والتمويل**، دار الجامعة الجديدة، مصر،2005، ص:260.

[2]- شافية كتاف، **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية**، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه، علوم إقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر، 1014/2013، ص:25-28.

المطلب الثالث: أنواع الأسواق المالية الإسلامية.

تعتبر السوق المالية الإسلامية أحد العناصر المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الإقتصادية خاصة في الدول الإسلامية. حيث يمكن تصنيف أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث الأدوات المتداولة فيها ومن حيث إصدارها وتداولها إلى مايلي:

الفرع الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الأدوات المتداولة فيها.

يمكن تصنيف الأسواق المالية الإسلامية من حيث الأدوات المتداولة فيها إلى نوعين هما:

أولا: سوق النقد الإسلامي.

لا يختلف مفهوم سوق النقد الإسلامي عن مفهوم السوق المالي التقليدي، والذي يعرف على أنه " السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وكذا من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.[1] غير أن الأدوات المتعامل بها في السوق النقدي التقليدي تستند مجملها على الفائدة المحرمة شرعا، وحتى تتفادى المصارف المالية الإسلامية التعامل بالفوائد الربوية أخذاً وعطاءاً تم تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل تقوم بوظائف مماثلة لتلك التي تؤديها الأدوات التقليدية.[2]

وفي هذا الإطار ظهرت فكرت الصكوك الإسلامية التي حلت محل السندات الربوية، ومن بين أدوات سوق النقد الإسلامي نجد: صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك صناديق الإستثمار الإسلامية وصكوك الإجارة..[3]

ثانيا: سوق رأس المال الإسلامي.

حسب ما عرفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه" السوق الذي تتوافر فيه الإستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم إلتزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة غير الشرعية مثل التعامل بالربا والمقامرة والغرر وماشابه

[1]– منير إبراهيم هندى، **الأوراق المالية وأسواق راس المال**، المكتب العربي الحديث، مصر،2009، ص:6.

[2]– شافية كتاف، **مرجع سابق**، ص ص:12–13.

[3]– فتح الرحمان علي محمد صالح، **أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية**، مجلة المصرفي، العدد السادس والعشرون، بنك السودان المركزي،2002، بدون صفحة.

ذلك، وينبغي أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من مستشارين شرعيين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية.[1]

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول.

تصنف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1. **السوق الأولية:** تسمى أيضا بسوق الإصدارات الجديدة، فهي تعتبر جزء مهم ومكون رئيسيا لإنشاء السوق المالية الإسلامية، حيث يتم فيها التعامل بالأوراق المالية الإسلامية(الأسهم العادية، الصكوك) الصادرة عن الهيئات والشركات لأول مرة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الإستثمارية المختلفة.
2. **السوق الثانوية:** وتعرف أيضا بسوق التداول حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها في السوق الأولية[2]، لذلك تعتبر السوق الأولية سوق الإستثمار الحقيقي والسوق الثانوية سوق الإستثمار المالي وتعمل في السوق الثانوية المنشآت المالية الإسلامية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة.[3]

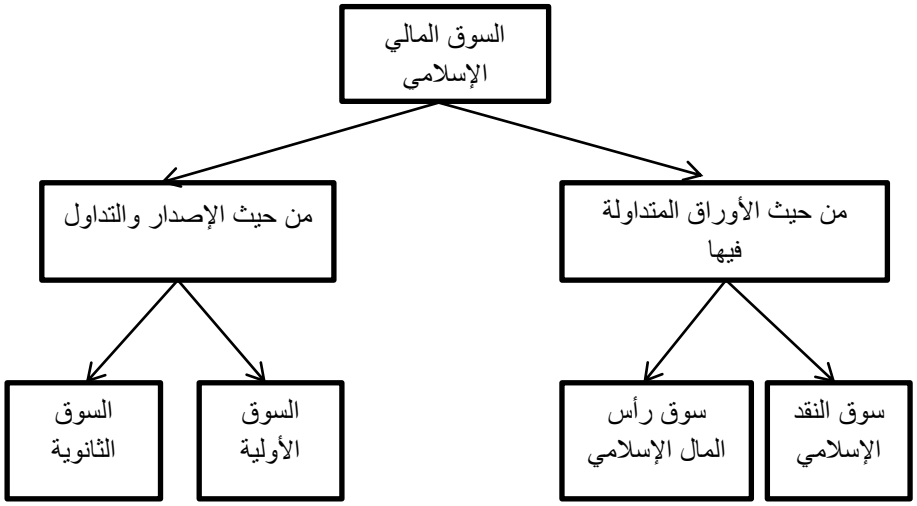
ويمكن توضيح أنواع الأسواق المالية الإسلامية في الشكل التالي:

[1]- شافية كتاف، **مرجع سابق**،ص:17.

[2]- منير إبراهيم هندى، **إدارة السوق والمنشآت المالية**، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص:486.

[3]- شافية كتاف، **مرجع سابق**، ص:20.

شكل رقم(3): أنواع الأسواق المالية الإسلامية



المصدر: إعداد الباحث بالرجوع إلى المراجع السابقة.

خاتمة الفصل.

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية من حيث مفهومها ووظائفها وأنواعها، وقد تم إستخلاص مايلي:

- ✓ تعد الأسواق المالية التقليدية القلب النابض للإقتصاد المعاصر بإعتبارها أداة تساهم في تنمية الموارد الإدخارية، وتحويلها نحو فرص الإستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنموية كبيرة وتقليص حاجة تلك الدول إلى التمويل الخارجي.
- ✓ توجه أغلب الدول وخاصة العربية نحو إنشاء أسواق مالية إسلامية تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية وتتقيد بأحكامها، ويرجع سبب هذا التوجه والعزوف إلى التعاملات والصفقات المحظورة التي تتم فيها والسلوكيات اللاخلاقية التي تكتنف الأسواق المالية التقليدية.
- ✓ تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من السوق المالية التقليدية، إلا أن السوق المالية الإسلامية تكون أكثر إنضباطا من السوق المالية التقليدية، ووجود عدة إختلافات في مبادئ ووظائف كل من السوقين التقليدي والإسلامي.
- ✓ تقسم كل من الأسواق المالية التقليدية والإسلامية إلى أسواق مختلفة إستنادا إلى أسس ومعايير مختلفة، وذلك من حيث الأدوات المتداولة فيها والجهة المصدرة لها ومكان التداول.

الفصل الثاني:

الأدوات المتداولة في السوق المالي التقليدي والإسلامي

تمهيد.

تمثل الأوراق المالية عصب الحياة في أسواق رأس المال وتحتل مكانة هامة في المجال الإقتصادي، الأمر الذي دفع بالمنتجين الماليين في كل الأسواق لتطوير المنتجات المالية وتنويعها بما يتوافق مع متطلبات تطوير أسواق الأوراق المالية.

لكن التطورات المالية التي مست المنتجات المالية كانت لها نتائج سلبية بالرغم من إيجابيتها، وهذا ما ساهم في ظهور معاملات إقتصادية ومالية إسلامية حديثة نظرا لما يشوب المعاملات المالية الوضعية من مظاهر الغش والقمار والربا، كل هذه المعاملات المحرمة شرعا تعد سببا مباشر أوغير مباشر في حدوث العديد من الأزمات المالية والإقتصادية، مما تطلب ظهور أسواق مالية تتداول فيها أوراق مالية إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

وعليه سنحاول في هذا الفصل تحديد أهم الأدوات المتداولة في كل من السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي والمقارنة بينهما، وذلك بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي.

المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.

المبحث الأول: الأدوات المالية في السوق التقليدي.

تتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الأدوات المعروضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات، وعليه سيتم في هذا المبحث التطرق إلى أهم تصنيفات الأسواق المالية والتي تصنف بدورها إلى أسواق مالية تهدف إلى تداول أدوات رأس المال، وأسواق مالية تضم أدوات سوق النقد، المشتقات المالية التي تتعامل بالعقود المستقبلية والآجلة، وعقود الخيارات وعقود المقايضة.

المطلب الأول: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد.

يعتبر سوق النقد مصدراً أساسياً لإصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتمويل المقترضين الراغبين في الحصول على القروض قصيرة الأجل، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد مايلي:

الفرع الأول: شهادات الإيداع القابلة للتداول.

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو بالتنازل، كما يمكنه الإنتظار حتى تاريخ الإستحقاق المدون على الشهادة وعادة ما تكون القيمة الإسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق، وملاحظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين تتناسب طرديا مع تاريخ الإستحقاق.

ونظرا لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، لا يجوز إسترداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الإستحقاق فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع في السوق الثاني الذي يشتمل على بيوت السمسرة، المصارف التجارية، وما شابهما من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.[1] ويمكن تمييز نوعين رئيسين من شهادات الإيداع المصرفية، وهما:[2]

---

[1]– منير إبراهيم هندى، **أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال:الأوراق المالية وصناديق الإستثمار**، المكتب العربي الحديث، مصر،2003، ص ص:60-61.

[2]– محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، **الإستثمار في البورصة أسهم– سندات– أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص:76.

أولا: النوع العام.

يجري بموجب هذا النوع طرح الوثائق على الجمهور للإكتتاب العام فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكتتبيها، ولكن عند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهيرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها وتوثق كافة التغييرات اللاحقة للإكتتاب في سجلات الجهات المعنية، علما بأن هذه الشهادات تباع بقيم أدنى.

ثانيا: النوع الخاص.

بموجب هذا النوع يجري التعاقد مع مستثمرين محددين بالذات ويمكن لشهادات الإيداع المعتمدة على وفق هذا النوع تداولها في الأسواق المالية المحلية، غير أن من الضروري أن يسترد المشتري الذي صدرت بإسمه هذه الشهادات قيمها في نهاية فترة التسديد من البنك الذي قام بإصداره لأول مرة وتباع هذه الوثائق عادة بقيم أعلى.

الفرع الثاني: القبولات المصرفية.

تعد القبولات المصرفية أهم الأدوات قصيرة الأجل التي تستخدم في ميدان تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ولهذه القبولات سوق ثاني يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسرة، والقبول المصرفي هو حوالة مصرفية أي وعد بالدفع مماثل للشيك تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول(ختم) الحوالة بعبارة (مقبولAccepte). [1]

الفرع الثالث: أذونات الخزينة.

تعرف أذونات الخزينة على أنها أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي، وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الإعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي، مدتها في الغالب ثلاثة أشهر أو ستة أشهر وهي قابلة للخصم وتقل فيها درجة المخاطرة.[2] ويتحدد سعر الفائدة لهذه الأذون على ضوء إمكانية السوق النقدي في إستيعاب الكمية

[1]- السيد متولي عبد القادر، **مرجع سابق**، ص ص:125-126.

[2]- بن اعمر بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة أبى بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر،2013/2012، ص ص:15-16.

المطروحة منها، علما بأن سعر الفائدة السائدة على مثل هذه الأذون يكون منخفضاً نسبياً بالقياس بأسعار الفائدة السائدة.[1]

الفرع الرابع: الأوراق التجارية.

تعرف الورقة التجارية على أنها محرر مكتوب وفقاً لأوضاع شكلية يحددها القانون، قابلة للتداول بالطرق التجارية وتمثل حق موضوعه مبلغ من النقود يستحق الوفاء بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين، ويستقر العرف على قبوله كأداة لتسوية الديون شأنها شأن النقود.[2] وللأوراق التجارية عدة أنواع من بينها:

أولا: الكمبيالة.

تعرف الكمبيالة على أنها أمر مكتوب يتضمن بيانات معينة يتوجه به الآمر ويسمى الساحب إلى شخص يسمى المسحوب عليه، يأمره بدفع مبلغ معين في تاريخ معين لاذن شخص ثالث يسمى المستفيد أو لحامله.[3]

ثانيا: السند لأمر.

السند لأمر هو محرر مكتوب وفق شروط مذكورة في القانون، ويتضمن تعهد محرره بدفع مبلغ معين بمجرد الإطلاع أو ميعاد معين قابل للتعيين لأمر شخص آخر هو المستفيد أو حامل السند، وهناك أوجه إختلاف بين سند لأمر و الكمبيالة "سند السحب" في النقاط الأتية:

- الكمبيالة ذو أطراف ثلاثة (الساحب، المسحوب عليه، المسحوب لصالحه أو مايسمى بالمستفيد)، أما سند الأمر فهو ذو طرفين (المتعهد أو مايسمى بمحرر السند و المستفيد).

[1]– محب خلة توفيق، **الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار**، مرجع سابق، ص:90.

[2]– علي البارودي، **الأوراق التجارية والإفلاس**، دار المطبوعات الجامعية، مصر،2002، ص10.

[3]– علي جمال الدين عوض، **الأوراق التجارية (السند الأذنى– الكمبيالة– الشيك) دراسة للقضاء**، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعى، مصر،1995، ص:19.

- لا يتضمن سند الأمر توكيلا لآخر بالدفع للمستفيد كما هو شأن الساحب في الكمبيالة الذي يصدر أمرا على شكل توكيل يخاطب به المسحوب عليه بأن يدفع قيمة السند للمستفيد.
- لا يشترط في سند الأمر إجراء الإحتجاج لعدم القبول، كما هو شأن الكمبيالة لأنه لا ضرورة ولا موجب لذلك.[1]

ثالثا: الشيك.

هو محرر مكتوب وفق أوضاع شكلية ذكرها القانون، ويتضمن أمرا صادرا من شخص هو الساحب إلى شخص آخر هو المسحوب عليه الذي غالبا ما يكون بنكا بأن يدفع لشخص ثالث هو المستفيد أو لحامله إذا كان الشيك للحامل مبلغا معينا بمجرد الإطلاع على الشيك.

يختلف الشيك عن الكمبيالة فى كونه دائما مستحق الوفاء بمجرد الإطلاع لأنه أداة وفاء فحسب ولا يقوم بوظيفة الإئتمان، كما لا يعد عملا تجاريا إلا إذا حرر بمناسبة عمل تجاري أو وفاء لدين من طبيعة تجارية وسواء قام بتحريره تاجرا أو غير تاجر، غير أنه إذا قام بتحريره تاجر قامت قرينه على أن الشيك يتعلق بشؤون تجارته ومن ثم يعد عملا تجاريا.[2]

و للشيك ثلاثة أنواع نذكرها فيمايلي:[3]

1. **الشيك المسطر:** هو شيك عادي يقبل التداول بالطرق التجارية، لكنه يورد قيدا على الوفاء به بالنسبة للبنك المقدم إليه هذا الشيك فالتسطير لا يجيز الوفاء إلا لأشخاص معينين هم البنك أو عميل البنك المسحوب عليه هذا الشيك.
2. **الشيك المعد للقيد في الحساب:** إن عبارة للقيد في الحساب أو ما يماثلها في المعنى تعد بيانا إختياريا يمكن أن يضعه الساحب أو الحامل على الشيك بكل أنواعه، ويفيد بأن البنك ملزم بعدم صرفه نقدا وإنما يتم الوفاء به بالقيد حسابيا من خلال سجلاته وبالتالي لا يعتبر

[1]– محمود الكيلاني، **الموسوعة التجارية والمصرفية المجلد الثاني التشريعات التجارية والإلكترونية** "**دراسة مقارنة**"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، الجزائر،2011، ص ص:223، 225.

[2]– نادية فضيل، **الأوراق التجارية في القانون الجزائري**، دار هومه للطباعة والنشر، الطبعة الرابعة عشر، الجزائر، 2013، ص:13.

[3]– موسى حسن طالب ، **الأوراق التجارية والعمليات المصرفية**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2011، ص ص:171،169.

الوفاء حاصلا بمجرد تسلم البنك هذا الشيك، وإنما يعد الوفاء حاصلا عند قيده في سجلات البنك.

3. **الشيك المعتمد:** ويسمى أيضا بالشيك المصدق أو الموثق، وهو الشيك المتضمن توقيع وختم البنك المسحوب عليه ولا يعد قبولا منه إذ لا قبول في الشيك ويمكن أن يطلبه الساحب أو الحامل.

وقد سن المشرع ظهور أوراق تجارية معاصرة لتدارك قصور الأوراق التجارية التقليدية ودفع عجلة الإقتصاد الوطني، ومن بين الأوراق التجارية المعاصرة مايلي:

- **سند النقل:** هو عبارة عن إتفاق يلتزم بمقتضاه متعهد النقل مقابل ثمن بأن يتولى بنفسه نقل شخص أو شئ إلى مكان معين.[1]
- **عقد تحويل الفاتورة:** إن عقد تحويل الفاتورة يعتبر تقنية أكثر شمولية إذ يمكن المؤسسة الإقتصادية من التخلص من حقوقها تجاه زبائنها عن طريق تحويل الدائنية إلى مؤسسة مصرفية مختصة في شراء الفواتير المستحقة جزئيا أو كليا، إذ بذلك تتخلص من عملية تسيير ومتابعة حقوقه لدى زبائنها والتخفيض من تكلفتها.[2]
- **سند الخزن:** يعتبر سند الخزن سندا مصرفيا يقوم بتحريره تاجر يعطي ضمانا لتوقيعه على بضاعة مودعة بأحد المخازن العمومية ، والمخن العمومي هو عبارة عن منشأة تهيء بناء أو مكانا فسيحا صالحا لإيداع البضائع ويقوم بدور المودع لديه لأنه يقدم خدمات للمودعين تتمثل في حفظ وصيانة البضائع المودعة لديه.[3]

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

يتم التعامل في سوق رأس المال بالأدوات المالية طويلة الأجل ورؤوس الأموال طويلة الأجل والهدف من الإستثمار في هذا السوق هو زيادة ثروة المستثمر، حيث يمنح هذا الهدف الأولوية في زيادة

[1]– سمير جميل حسين الفتلاوي، **العقود التجارية الجزائرية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011، ص:179.

[2]– صليحة بن طلحة، بوعلام معوش، **دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل أثرها على الإقتصاديات والمؤسسات– دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر– بسكرة، الجزائر، 21– 22 نوفمبر2006، ص ص:1–2.

[3]– علي البارودي، **القانون التجاري**، الناشر منشأة المعارف، مصر، 1975، ص:309.

الدخل مقارنة بعنصر السيولة لسوق النقد وطبيعة سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد، ومن بين أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال مايلي:

الفرع الأول: أدوات الملكية.

يُتداول في سوق رأس المال نوع من الأدوات المالية يعبر عن الملكية وهي الأسهم، وعليه سيتم في هذا القسم تناول هذه الأداة من خلال التطرق إلى تعريفها وأهم خصائصها.

أولا: تعريف السهم لغةً وإصطلاحاً.

- **التعريف اللغوي للسهم:** قال ابن فارس رحمه الله: " السين والهاء والميم أصلان: أحدهما يدل على تغير في لون، والآحر على حظ ونصيب وشيء من الأشياء.

فالسُّهْمَة: النصيب، ويقال أسهم الرجُلان إذا اقترعا، وذلك من السهمة والنصيب، أن يفوز كل واحد منهما بما يصيبه، ثم حمل على ذلك فسمى السهم الواحد من السهام كأنه نصيب من أنصباء وحظ من حظوظ.

والسُّهْمَة: القرابة، وهو من ذاك، لأنها حظ من إتصال الرحم، وقولهم برد مسهم أي مخطط وإنما سمى بذلك لأن كل خط منه يشبه بسهم.

وأما الأصل الآخر فقولهم: سَهُمُ وجه الرجل إذا تغير يسهم، وذلك مشتق من السهام وهو ما يصيب الإنسان من وهج الصيف حتى يتغير لونه".[1]

- **تعريف السهم في الإصطلاح الإقتصادي:** يعرف السهم إصطلاحا على أنه" صك له قيمة إسمية متساوية وقابل للتداول بالطرق التجارية وممثل بحصة نقدية أو عينية يدفعها المساهمون إلى الشركة وهو تجسيد لحق المساهم في الشركة".[2]

ويعرف أيضا بأنه" ورقة مشاركة أو ملكية في شركة الأموال، تعطى لحاملها صفة شريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة(حسب مقدار المساهمة في رأس المال الشركة) في حالة الأسهم العادية، كما تمنحه الحق في أرباح الشركة المحققة في أصولها".[3]

---

[1]– أحمد بن فارس بن زكريا أبو الحسين، **معجم مقاييس اللغة**، دار الفكر، ص:111.

[2]– سيد طه بدوي محمد، **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية**، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص:89.

[3] –Bertrand Jaquillat ; Bruno Sonlik ; **Marché Financier gestion de portefeuille et des Risques** ; Dunod ; paris ; France ;2002 ; p:12.

ثانيا: خصائص الأسهم.

للأسهم عدة خصائص أهمها مايلي:

- السهم ورقة ملكية صاحبها، حيث يصبح شريكا في الشركة بقدر ما يمتلكه من أسهم.
- لصاحب السهم الحق في حضور الجمعيات و التصويت على المقترحات المقدمة من طرفها.[1]
- يتم تحديد القيمة الجارية أو القيمة الإسمية للسهم على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.
- في حالة إفلاس الشركة أو حلها فإن حملة الأسهم هم آخر من يتقاضون حقوقهم.[2]
- العائد الذي يدره السهم هو عائد متغير ومتذبذب ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعا للظروف المحيطة بالشركة.[3]
- الأسهم صكوك متساوية القيمة، وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه.
- عدم قابلية السهم للتجزئة.
- الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق محدد طالما أن الشركة مازالت تزاول نشاطها.[4]

ثالثا: قيم الأسهم.

هناك عدة قيم للسهم نذكرها فيمايلي:

1. **القيمة الإسمية:** وهي القيمة التي تكون مبينة على السهم، والتي يدفعها المساهمين حصة لإشتراكهم عند تأسيس الشركة وبحسب رأسمال الشركة طبقا للقيمة الإسمية لمجموع الأسهم.[5]

[1]– عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، **الإدارة الحديثة في البنوك التجارية**، الدار الجامعية، لبنان،1991، ص:435.

[2]– الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك– دراسة في طرق إستخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة التجربة الجزائرية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر،2010، ص ص:82–83.

[3]– أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، **الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة**، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص:31.

[4]– عصام أبو النصر، **الحكم الشرعي في تملك الأسهم وكيفية تطهير أسهم الشركات التي اختلط فيها الحلال بالحرام**، بحث مقدم للمؤتمر السنوي العلمي الخامس عشر: سوق الأوراق المالية والبورصات أفاق وتحديات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 15–17 ماي2006، ص:4.

[5]– شعبان محمد إسلام البرواري، **بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي**، دار الفكر، الطبعة الأولى، سوريا،2002، ص ص:99–100.

2. **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة عندما تريد الشركة زيادة رأس مالها لدعم مشاريعها أو التوسع في أعمالها، وقد تكون مساوية للقيمة الإسمية أو أعلى منها أو أقل منها.[1]
3. **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في سوق رأس المال، أي السعر الذي يتم التعامل به بين المتعاملين في السوق، وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتذبذب والتغير تبعا لتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها.
4. **القيمة الدفترية:** وهي القيمة التي تستخرج من سجلات ودفاتر الشركة على أساس قيمة الأصول في دفاتر الشركة، وسميت كذلك لإستخراج قيمتها من الدفاتر.
5. **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حال تصفية أصول المشروع وإنهاء أعماله بالكامل.[2]

ثالثا: أنواع الأسهم.

يمكن أن نصنف الأسهم على أساس عدة معايير إلى الأصناف التالية:

1. **معيار طريقة التداول وشكل الإصدار:** تصنف الأسهم حسب هذا المعيار إلى: [3]

1.1. الأسهم الإسمية: يقصد بها الأسهم التي يسجل إسم صاحبها على صك السهم وعندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر يسجل إسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم ويسمى بجدول التنازلات، حيث يصدق إثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة.

2.1. الأسهم لحاملها: فهي الأسهم التي لا يكتب إسم صاحبها على صك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بمجرد تداولها بين الأفراد ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الإكتتاب.

---

[1]- محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق- أحوالها ومستقبلها**، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص:49.

[2]- زياد رمضان، مروان شموط ، **الأسواق المالية**، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر،2007، ص ص:100-101.

[3]- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، مصر،2005، ص:33.

3.1. السهم الأذني أو لأمر: وهو السهم الذي يظهر عليه إسم صاحب السهم ويكون مقرون بشرط لأمر، ويحق لصاحب السهم نقل ملكية فقط من خلال التظهير دون الرجوع إلى سجلات الشركة.[1]

2. **معيار الحقوق:** يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم وهي:

1.2. **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه صك ملكية وله ثلاث قيم قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لإسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال.[2] ويحصل حامل السهم العادي على مجموعة من الحقوق المكفولة من أهمها:[3]

- حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة لكن بعد حصول كل من الدائنون وحملة السندات والأسهم الممتازة على نصيبهم.
- الحق في حصة من صافي أصول الشركة عند التصفية، لكن بعد استفاء الحقوق الأخرى وفي حضور الجمعية العامة للشركة، وكذا مناقشة كل من تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية و تقرير مراقب الحسابات.
- حق التصويت على قرارات الجمعية العامة.
- حق الترشح لمجلس الإدارة وذلك وفقا للنظام الأساسي للشركة.

2.2. الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الإتجاه الحالي

[1]– وليد صافي، أنس البكري، **مرجع سابق**، ص:124.

[2]– السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، **الأسواق المالية (أسواق رأس المال– البورصات– البنوك– صناديق الإستثمار)**، الدار الجامعية، مصر،2009، ص:90.

[3]– سمية زيبوري ، **تحليل دور الأسواق المالية في ميكانيزم إنتقال الأزمة المالية العالمية2008**، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية، إقتصاد دولي، جامعة 20 أوث 1955– سكيكدة، الجزائر،2014/2013، ص:44.

لتكوين إحتياطيات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية.[1] وتتميز الأسهم الممتازة بالخصائص والحقوق الأتية:[2]

- يحدد العائد بنسبة معينة(ثابتة) من قيمة الأداة ومن الأرباح المتحققة.
- لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة من الأسهم الممتازة.[3]
- لحامل السهم الحق في ترحيل الأرباح المجمعة غير الموزعة من سنة إلى أخرى في حالة عجز الشركة عن الدفع.[4]
- تعتبر الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.[5]

1. **معيار طبيعة المقابل:** يمكن للمستثمر أن يحصل على أسهم مقابل نقود جاهزة يقدمها للشركة أو حصص عينية أو عن طريق تحويل ما يملكه المكتتب من سندات أو صكوك التمويل إلى أسهم وذلك بحسب شروط إصدار تلك السندات أو هذه الصكوك.[6]

الفرع الثاني: أدوات المديونية.

تعتبر السندات أداة مديونية يتم تداولها في سوق رأس المال، ولذلك سيتم التطرق لهذه الأداة ومعرفة أهم أنواعها والخصائص التي تميزها.

---

[1]- عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الإستثمار- الخيارات)**، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر،2003، ص:38.

[2]- هوشيار معروف، **الإستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2003، ص:101.

[3]- إبراهيم الكراسنة، **إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات**، معهد السياسات الإقتصادية، صندوق النقد العربي، الإمارات،2010، ص:13.

[4]- عبد الحفيظ محمد كريم، **الأدوات المالية مفهومها وكيفية الإعتراف بها في القوائم المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع وثلاثون، 2008، ص:4.

[5]- هوشيار معروف، **مرجع سابق**، ص:101.

[6]- سمية بلجبلية ، **أثر التضخم على عوائد الأسهم- دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996 - 2006**، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: تسيير المؤسسات، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، 2010/2009، ص:12.

أولا: تعريف السندات لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف السند لغةً:** السند في معجم متن العرب: " السند: المعتمد: كل ما يستند إليه من حائط ونحوه، جمع أسانيد، من الجبل: ماقابلك منه وعلا عن السفح، ما ارتفع من الأرض في قُبُل الجبل أو الوادي، جمع اسناد، والسند في المعاملات(مولد): صك الدين وهو الكمبيالة.[1]
- **تعريف السند في الإصطلاح الإقتصادي:** تعرف السندات على أنها " شهادة دين تجاري تمثل إلتزام تعاقدي على المصدر (المقترض) تجاه حاملها (المستثمر)، يتعين بموجبها دفع قيمة ثابتة ومحددة بسعر متفق عليه (قيمة إسمية) في تاريخ لاحق لتاريخ إستحقاقها مضاف إليه عائد في شكل كوبونات ".[2]

وتعرف أيضا بأنها" صك مديونية وليس صك مشاركة و يكون بقيمة مشاركة صاحبه في القرض المقدم إلى الشركة أو الهيئة أو الحكومة مصدرة للسند، وتتحدد عند إصدار السند قيمة الفائدة السنوية المستحقة وطريقة دفعها وتقتصر السندات بخصم إصدار حيث تباع بسعر يقل عن قيمتها الإسمية أو العكس سندات بعلاوة إصدار، أي تباع بسعر أعلى من قيمتها الإسمية".[3]
تتميز السندات بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن بقية الأوراق المالية أهمها:

- يعتبر السند صك مديونية على الجهة المقترضة.
- لحامل السند الحق في الحصول على عائد ثابت، أي فائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر.
- إنقطاع الصلة بين حامل السند والشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.[4]
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق(البورصة) إعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الإسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.

[1]– أحمد رضا، **معجم متن اللغة**، المجلد الثالث، دار مكتبة الحياة، لبنان،1959، ص:222.
[2]– عبد الغفار حنفي، **بورصات الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص:282.
[3]– حسين عطا غنيم، **تحليل أخطار التمويل والإستثمار**، مطبعة مركز التعليم المفتوح، مصر،1993، ص:19.
[4]– سميرة رجب سعيد، **إدارة الإستثمار**، دار النهضة العربية، مصر،1999، ص:244.

- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.[1]

ثانيا: القيم المختلفة للسندات.

يحتوى السند على قيم مختلفة يمكن توضيحها فيمايلي:[2]

1. **القيمة الإسمية:** وهي القيمة المسجلة على السند عندما يكون هذا الأخير مجسد ماديا قبل أن يصبح مجرد قيمة مسجلة في حساب، وتمكننا القيمة الإسمية من حساب قيمة العائد السنوي (الكوبون) عندما نقوم بضرب نسبة الفائدة (العائد) الإسمي في القيمة الإسمية للسند، ولا توجد قيمة إسمية قصوى أو دنيا يمكن تجاوزها عند إصدار السند.
2. **قيمة الإصدار:** وهي القيمة المالية التي يمنحها المقرض للمقترض عند إصدار السندات وبغرض تسهيل عملية توظيف هذه السندات، وتشجيع الجمهور على الإكتتاب يقوم المصدر في أغلب الأحيان بتحديد قيمة إصدار أقل من القيمة الإسمية، ويسمى الفرق بينهما علاوة إصدار.
3. **قيمة التسديد:** وهي القيمة التي يتم منحها لحامل السند عند التسديد (إستهلاك السند).
4. **القيمة السوقية:** وهي قيمة السند في السوق والتي تتحدد وفق قوانين العرض والطلب وتتأثر هذه القيمة بإرتفاع وإنخفاض أسعار الفائدة السائدة في السوق النقدي، فالعائد المتحصل من السند والمتوقع الحصول عليه بعد فترة من تاريخ إصداره يتضمن الفائدة المدفوعة على السند (العائد الثابت)، إضافة إلى الخسارة أو الربح الرأسمالي الذي يتحصل عليه المستثمر بسبب إرتفاع أو إنخفاض أسعار الفائدة والتي سيحققهما هذا المستثمر بعد اللجوء للسوق المالي لبيع السند وهذا بسعره السوقي.

ثالثا: أنواع السندات.

يمكن التمييز بين عدة أنواع من السندات، يمكن تلخيصها فيمايلي:[3]

---

[1]- ضياء مجيد، **البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،2008، ص:37.

[2]- إبتسام سماري، **أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي – دراسة حالة السوق المالي الفرنسي**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: دراسات مالية، جامعة فرحات عباس– سطيف، الجزائر، 2006/2005، ص ص:50–51.

[3]- شمعون شمعون، **البورصة**، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2005، ص ص:28–29.

1. **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:** لكي تشجع المدخرين على الإكتتاب تعتمد بعض الشركات إلى إصدار سندات تمنح للمكتتبين فيها بعض المزايا ترغيبا لحاملي رؤوس الأموال وحثا لهم، فتصدر سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ آخر يسمى علاوة.
2. **سند النصيب:** النصيب هو مبلغ معين يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة وهو نوع من أنواع اليانصيب ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة، ولا يعتبر النصيب أنه مقتطع من الفائدة التي كان يستولي عليها صاحب السند لو لم يقرر النصيب.
3. **السند المضمون:** لكي تحصل بعض الشركات على حاجتها من النقود تعمد أحيانا إلى إجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا.
4. **السند ذو الإستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار:** وهو السند العادي ويستعمل في القروض المعقودة لمدة قصيرة ويعطي فائدة مرتفعة.

هناك عدة إختلافات بين الأسهم والسندات نذكرها في الجدول الأتي:

جدول رقم (1): أوجه الإختلاف بين الأسهم والسندات.

الأسهم	السندات
- جزء من رأس مال الشركة. - المساهمون شركاء أو ملاك للشركة. - عائد السهم متغير وهو لايعتمد على الربح فقط، وإنما على قرار التوزيع كذلك. - عوائد السهم تعتبر توزيعا للأرباح وهي تخضع للضريبة. - للمساهمين الحق في الإطلاع على الأوراق المالية للشركة ومراقبة سير عملها وهذا عن طريق حضور جتماعات الجمعية العامة وكذا تعيين أعضاء مجلس الإدارة. - يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية بإضافة علاوة إصدار، وتسمى عند إذ قيمة السهم بسعر الإصدار. - لا يسترد المساهم رأسماله إلا ببيع السهم في السوق المالي، أو عند تصفية الشركة. - عند التصفية يكون لحملة الأسهم الحق في إسترداد مدخراتهم أو حصصهم بعد تسديد كافة الديون. - القيمة السوقية للسهم تتوقف على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة في السوق.	- دين على الشركة. - حاملوا السندات دائنون. - حامل السند يحصل على فوائد بدون أخذ بعين الإعتبار حجم الأرباح وتوزيعها. - الفوائد على السند تعتبر من النفقات وهي لا تخضع للضريبة. - ليس لحملة السندات الحق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالات قليلة مثلا تغيير الشكل القانوني للشركة، إدماج الشركة في أخرى. - يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية أي بعلاوة الإصدار. - حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد للإستحقاق وبكل القيمة. - لحامل السند الحق في إسترداد مبلغ دينه قبل حصول المساهمين على مستحقاتهم. - القيمة السوقية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري في السوق وسعر الفائدة على السند.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، **البورصات**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص ص:44-45.

الفرع الثالث: الأدوات المالية الحديثة .

تعد كل من المشتقات المالية والتوريق من أهم الأدوات المالية الحديثة التي يتم تداولها في الأسواق المالية المتطورة، وذلك راجع إلى إنتشار مظاهر العولمة من بينها التطور التكنولوجي في الإتصالات والتوسع في عالم الإستثمار والتمويل.

أولا : المشتقات المالية.

تعرف المشتقات المالية على أنها " عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية(أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر إعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد".[1]

كما تعرف أيضا على أنها " الأدوات (العقود) التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، فالأسواق الحاضرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات والتي تتمثل عقودها أساسا في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الإقتراض والمشتقات ".[2] هناك مجموعة من الخصائص التي تتميز بها المشتقات المالية، يمكن إيجازها في النقاط التالية:[3]

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بأحد الأصول المالية.
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورقة المالية الحالية...إلخ).
- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات عادة إستثمارات مبدئية كبيرة.
- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.
- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

---

[1]– طارق عبد العال حماد، **المشتقات المالية " المفاهيم– إدارة المخاطر– المحاسبة "**، الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، مصر،2001، ص:5.

[2]– عبد الكريم أحمد قندوز، **المشتقات المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص:40.

[3]– خميسي محمد بن رجم، **تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الإقتصادية بإستخدام المشتقات المالية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد التاسع عشر، جامعة محمد خيضر– بسكرة، الجزائر، جوان2010، ص ص:71–88.

وللمشتقات المالية عدة أنواع يمكن ذكرها فيمايلي:

1. عقود الخيارات.

1.1. تعريف عقود الخيارات.

يعرف الخيار بأنه" عقد بين طرفين(الطرف الأول مشتري الخيار، والطرف الثاني بائع الخيار) وبموجب هذا العقد يكون للطرف الأول(مشتري الحق) الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني (بائع الحق) أي المحرر، أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلا أو كمية معينة من عملة ما بسعر معين في تاريخ معين وخلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق مقابل عمولة(علاوة) يدفعها الطرف الأول للطرف الطرف الثاني.[1] وقد تنفذ عقود الخيارات وفق طريقتين هما:[2]

- **الطريقة الأمريكية:** في هذه الحالة يسمى عقد خيار أمريكي، أي ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنتهائه، وتاريخ الإنتهاء يمثل تاريخ إنتهاء فترة صلاحية الخيار الأمريكي.
- **الطريقة الأوربية:** يسمى العقد في هذه الحالة بعقد خيار أوربي، أي أنه ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من طرف آخر (محرر الخيار) بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لإنتهاء العقد والمنصوص عليه في العقد.

2.1. خصائص عقود الخيار.

ومن بين خصائص عقد الخيار مايلي:[3]

- عقد الخيار يعطي لصاحبه الحق في إختيار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، وفي المقابل يدفع مشتري عقد الخيار علاوة.
- يتميز عقد الخيار بقابليته للتداول.
- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقا.
- يسمح عقد الخيار لصاحبها بالدخول في صفقات ضخمة في المستقبل.

---

[1]- توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، **الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص:175.

[2]- دريد كامل آل شبيب، **الإستثمار والتحليل الإستثماري**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 403.

[3]- عبد الغفار حنفي، **مرجع سابق**، ص:414-413.

3.1.أنواع عقود الخيار.

وتصنف عقود الخيارات إستنادا إلى طبيعة وشروط العقد إلى نوعين رئيسين هما:

1.3.1.**عقود خيار الشراء:** يسمى أيضا" call" وهو يعطي الحق بحيازة كمية معينة من عملة أجنبية عند سعر محدد مسبقا أو في وقت لاحق ضمن فترة منصوص عليها، والخيار لاينفذ إلا إذا بدت العملية مربحة. ونجد عادة بين طرفي العقد ميل للشراء لخيار الشراء ذلك أن الشاري يفترض أن سعر العملة سوف يرتفع إلى مستوى معين، في حين يفترض البائع أن سعر العملة سوف يبقى على حاله دون تغير أو قد ينخفض حتى.[1] وتنقسم عقود خيار الشراء إلى:

1.1.3.1. **عقود خيار الشراء على أساس تاريخ تنفيذ العقد:** تنقسم عقود خيار الشراء وفق هذا الأساس إلى:

- **عقود خيار الشراء الأوربية:** يعطي هذا العقد الحق في تنفيذ خيار الشراء في الموعد المحدد لإنتهاء العقد.
- **عقود خيار الشراء الأمريكية:** يعطي هذا الحق في تنفيذ خيار الشراء في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ إنتهاءه.[2]

2.1.3.1. **عقود خيار الشراء على أساس التغطية:** تنقسم عقود خيار الشراء على هذا الأساس إلى:

- **عقود خيار الشراء المغطى:** في هذه المعاملة يكون بائع خيار الشراء مالكا للأصل محل العقد.[3]

[1]– بسام الحجار، **نظام النقد العالمي وأسعار الصرف**، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، لبنان، 2009، ص:188.

[2]– منير إبراهيم هندى، **إدارة المخاطر الجزء الثالث– عقود الخيارات**، منشأة المعارف، مصر،2007، ص ص:42–43.

[3]– محمد سعدو الجرف، **عقود الخيارات المالية في الفقه الإسلامي**، منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي الدورة الثانية الندوة العلمية: التحوط في المعاملات المالية الضوابط والأحكام التي يعقدها مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي بالتعاون مع منتدى فقه الإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، يومين 26–27 أفريل2016، ص:13–14.

- **عقود خير الشراء غير المغطاة:** هذه العقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، ولذلك إذا إختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.[1]

2.3.1.**عقود خيار البيع:** ويسمى أيضا" put " و هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول (البائع) للطرف الثاني (المشتري) الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد مسبقا في العقد ويحصل في مقابل ذلك البائع على علاوة من المشتري الذي منحه هذا الحق.[2] وتنقسم عقود خيار البيع إلى:

1.2.3.1. **عقود خيار البيع على أساس تاريخ تنفيذ العقد:** تنقسم عقود خيار البيع وفق هذا الأساس إلى:[3]

- **عقود خيار البيع الأمريكية:** هذا العقد يعطي الحق في تنفيذ خيار البيع في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ إنتهاءه.
- **عقود خيار البيع الأوربية:**هذا العقد يعطي الحق في تنفيذ خيار البيع في الموعد المحدد لإنتهاء العقد.

2.2.3.1. عقود خيار البيع على أساس التغطية: تنقسم عقود خيار البيع وفق هذا الأساس إلى:[4]

- **عقود خيار البيع المغطاة:** وهو حق خيار البيع الذي يملك فيه محرر العقد الأموال المقابلة لقيمة تنفيذ العقد، أي قيمة العقد محل التعاقد.
- **عقود خيار البيع غير المغطاة:** وهو حق خيار البيع الذي لا يملك فيه محرر العقد الأموال المقابلة لقيمة تنفيذ العقد.

---

[1]– عبد القادر بن عيسى، **أثر إستخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية– دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي2006 إلى غاية ديسمبر2010**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح– ورقلة، الجزائر،2012/2011، ص:60

[2]– طارق عبد العال حماد، **مرجع سابق**، ص:44.

[3]– سمير عبد الحميد رضوان، **المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها**، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، مصر،2005، ص:191.

[4]– طارق عبد العال، **مرجع سابق**، ص :50.

2. العقود المستقبلية:

2.1. تعريف العقود المستقبلية.

تعتبر العقود المستقبلية أهم أنواع عقود المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المنظمة والرسمية.[1] فهي عقود نمطية* تأخذ شكل نمطيا يلتزم بمقتضاه الطرفين أحدهما المشتري والأخر بائع بإجراء تبادل السلعة أو الورقة أو معدلات الفائدة في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يتم الإتفاق عليه عند كتابة العقد، أي أنها بهذا الشكل تعتبر عقود آجلة ولكن لها حجم وشروط نمطية وتاريخ نمطي يجب إلغاءه عند تاريخ الإنتهاء فقط، وعلى كل طرف من طرفي العقد أن يودع لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية وبصفة خاصة أذون الخزانة.[2]

2.2. أنواع العقود المستقبلية.

ومن بين أنواع العقود المستقبلية مايلي:

1.2. **عقود مستقبلية على السلع:** وهى عبارة عن عقد بين طرفين، يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدار محدد من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.[3]

2.2.العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا.[4]

---

[1]– خميسي قايدي، عبد القادر لحسين، **دراسة تحليلية لتطور إستخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق– حالة الدول الصناعية العشر**، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الإقتصادية، العدد السادس، 2015، ص:29.

* **العقود النمطية:** تسمى أيضا بالعقود النموذجية ، وهي عبارة عن مجموعة من الشروط العامة المكتوبة في صيغ معدة سلفا والمطبوعة وتكون موحدة ، حيث يتم إستعمالها كنماذج لعقود مبرمة في المستقبل .

[2]– العقود المستقبلية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: https://giem.kantakji.com/article/details/ID/244/print/yes/ ، تاريخ الإطلاع: 2018/04/04.

[3]– أحمد صالح عطية، **مشاكل المراجعة في أسواق المال**، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص:235.

[4]– عبد الباسط وفاء حسن، **بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى ملكية خاصة**، دار النهضة العربية ، مصر،1996، ص:40.

3.2. عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: تتم هذه العقود بين المشتري وبائع العقد، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الإستحقاق بصفة عكسية عن المتفق عليها في البداية ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.[1]

3. العقود الآجلة.

1.3. تعريف العقود الآجلة.

هي عبارة عن إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع كمية محددة من الموجودات في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد بين طرفي العقد الآجل، ويفترض وجود المشتري (صاحب المركز الطويل) الذي يوافق على شراء عدد من الأصول في تاريخ مستقبلي للحصول على سعر معين من الطرف الأخر (صاحب المركز القصير) الذي يوافق على بيع الأصول في نفس التاريخ وبنفس السعر. [2]

2.3. خصائص العقود الآجلة.

وتتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:[3]

- تتميز هذه العقود بكونها عقود شخصية تتم مباشرة بين طرفين بهدف تلبية إحتياجاتهم، ولذلك فهي تتمتع ببعض المرونة.
- تتداول هذا العقود في الأسواق غير المنظمة أي خارج البورصات.
- هذه العقود خطية، أي أن النتائج المترتبة على تنفيذها قد تؤدي إلى ربح يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر.
- تتمتع أسواق العقود الآجلة بخصوصية عدم تداول تلك العقود.

3.3. الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

للعقود الآجلة والمستقبلية عدة فروقات يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

[1]– زياد رمضان، **مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان،1998، ص:100.

[2]– سهام عيساوي، **مرجع سابق**، ص:109.

[3]– عادل محمد رزق، **الإستثمار في البنوك والمؤسسات المالية**، دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر،2008، ص :113.

جدول رقم(2): الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
– عقد خاص بين طرفين.	– عقود يتم تداولها في البورصة.
– عقود غير نمطية.	– عقود نمطية (موحدة قياسيا).
– هناك تاريخ تسليم محدد واحد عادة.	– هناك مجموعة من تواريخ التسليم.
– يتم تسوية العقود في نهاية العقد.	– يتم تسوية العقود يوميا.
– يحدث تسليم أو تسوية نهائية نقدية عادة.	– يتم عادة إنهاء العقد قبل حلول موعد الإستحقاق.

المصدر: طارق عبد العال حماد، **مرجع سابق**، ص204.

4. عقود المبادلات.

1.4. تعريف عقود المبادلات.

تعرف عقود المبادلة على أنها " إتفاقية بين طرفين يتم بموجبه تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة محددة في المستقبل وفقاً لصيغة مرتبة مسبقاً، ولهذا ينظر إلى عقود المبادلات بأنها تعتبر محافظ من العقود المستقبلية أو الآجلة وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها طرفي العقد عادة بأداة الدين أو بقيمة عملات أجنبية أو سعر الفائدة أو سلعة..".[1]

2.4. أنواع عقود المبادلات.

يمكن أن نميز أربعة أنواع رئيسية لعقود المبادلة:[2]

1.4. مبادلات أسعار الفائدة: في مبادلة سعر الفائدة يحصل أحد الطرفين على سعر فائدة ثابت لعملية إئتمانية يحتاجها فيما يتحمل الطرف الآخر التذبذب في أسعار الفائدة، وفي هذه الحالة فالطرف الثاني ملتزم بتغطية الفرق بسبب تغير سعر الفائدة وبواسطة مبادلة الإلتزام بتحمل تذبذب السعر وتحميلها للطرف الثاني فإن الطرف الأول قد تخلص من التعرض لتقلبات أسعار الفائدة.

[1]– مؤيد عبد الرحمن الدوري، سعيد جمعة عقل، **إدارة المشتقات المالية**، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص:307.

[2]– غازي عبد الرزاق النقاش، **التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية**، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2001، ص ص:139–140.

2.4. مبادلات العملات: في هذا النوع يكون أحد الطرفين محتفظا بعملة معينة ولكنه يرغب في تدفقات نقدية من عملة أخرى وعملية المبادلة هنا تنشأ عندما يقوم أحد الطرفين بتزويد الآخر مبلغ أساسي بعملة معينة ويحصل منه على قيمة معادلة من عملة أخرى.. **3.4. مبادلات حقوق الملكية:** هي إتفاقية بين طرفين على مبادلة دفعات نقدية بفترات منظمة خلال مدة من الزمن متفق عليها، عندما يكون أحد الدفعات على الأقل يعتمد على قيمة سهم أو سلة من الأسهم أو مؤشر لسهم، وهذه الإتفاقية تكون لمبادلة مقسوم الأرباح أو العائدات الرأسمالية المحررة من مؤشر حق الملكية سواء بسعر فائدة ثابت أو متغير.[1]

5.4. مبادلات السلع: هو عبارة عن إتفاق بين شركتين حيث يتم تبديل أسعار فائدة معومة بسعر فائدة ثابت.[2]

ثانيا: التوريق المصرفي.

1. تعريف التوريق لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف التوريق لغة:** مصدر وَرَّق، يقال وَرَّق الشجرُ: إذا أخرج ورقه، وورّق الشجرَ: أخذ ورقه، وأورق الشجر: أي خرج ورقه أورق، وأورق الشخص: إذا كثر ورقه أي ماله، إذن التوريق في أصل اللغة هو الحصول على الورق إما بظهوره، وإما بأخذه من محله.
- **تعريف التوريق إصطلاحا:** المقصود بالتوريق هو تحويل الأدوات المالية الإستثمارية إلى أوراق مالية يسهل تداولها بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية.[3]

2. مفهوم التوريق المصرفي: يعرف التوريق على أنه "عملية تحويل أصول مالية غير سائلة مثل قروض الأصول الأخرى إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال".[4]

---

[1]– حاكم الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية (عقود المستقبليات، الخيارات، المبادلات)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص:385.

[2]– ماهر كنج شكري، مروان عوض، **المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)**، نشر بدعم من معهد الدراسات المصرفية، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص:353.

[3]– محمد عبد الغفار الشريف، **الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك**، الدورة التاسعة عشر لمنظمة المؤتمر الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:3-4.

[4]– سليمان ناصر، **مشكلة فائض السيولة لدى البنوك الإسلامية والحلول المقترحة لها**، الملتقى الدولي حول الإدخار المصرفي والتنمية في البلدان الإسلامية، الجزائر، يومي 25-26 جانفي2004، ص:2.

3. أنواع التوريق: يمكن تصنيف التوريق إلى نوعين أساسين هما:[1]

1.3. **وفق نوع الضمان:** يصنف التوريق وفق نوع الضمان إلى:

- التوريق بضمان أصول ثابتة.
- التوريق بضمان متحصلات آجلة.

2.3. **وفق طبيعة التوريق:** يصنف التوريق وفقا لطبيعته إلى:

- إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفقا لحصص محددة، وهنا تكون الأوراق المالية معبرا لتحقيق هذا الهدف.
- إنتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية وإصدار أوراق مالية(سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقا لدرجة التصنيف وسرعة الدفع وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

المبحث الثاني: الأدوات المالية في السوق الإسلامية.

بدأ العمل المصرفي الإسلامي بصورته المؤسسية في أواسط القرن الماضي، ثم إنتشر وإتسع نطاقه في معظم البلدان الإسلامية وحتى في بعض المجتمعات غير الإسلامية أيضا، وقد إستطاع الباحثون والفقهاء الماليون بالمؤسسات الإسلامية تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تراعي إعتبارات إدارة السيولة، والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية دون أن تتضمن علاقة الدائنية والمديونية.

المطلب الأول: الصكوك المالية الإسلامية.

تعتبر الصكوك الإسلامية إبتكارا ماليا مهما إستطاع أن يضع بصمته في الأسواق المالية الدولية، كما أنها تلعب دور تمويلي وتنموي في إقتصاديات الدول الإسلامية.

[1]– محمد راتول ، أحمد مداني ، **دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير البورصة في الجزائر– قراءة في القانون رقم 06-05 الصادر في 20 فبراير2006 المتضمن توريق القروض الرهنية**، الملتقى الدولي الأول حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات– دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر– بسكرة، الجزائر، ص:3.

أولا: تعريف الصك لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف الصك لغةً:** الصكوك جمع صك، والصك في اللغة مصدر صك يصك فهو صاك و هو الضرب الشديد بالشيء العريض،[1] وهو كتاب وقيل الصك ما يكتب فيه عن مال مؤجل أو نحوه.[2]
- **تعريف الصك إصطلاحاً:** الصك هو ورقة مالية ذات قيمة نقدية معينة تصدرها الشركة الإسلامية كإلتزام عليها إتجاه كل من سدد لها قيمتها نقدا، وتعهد بتسديدها والوفاء بكافة حقوقها وذلك وفق ما هو منصوص عليه في هذه الورقة.[3]

ثانيا: مفهوم الصكوك المالية الإسلامية:

عرفت الصكوك المالية الإسلامية على أنها: " تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في سوق الأوراق المالية مع مراعاة ضوابط التداول".[4]

ثالثا: خصائص الصكوك الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية بجملة من الخصائص نوجزها فيمايلي:[5]

- أنها وثائق تصدر بإسم مالكها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق عن الأصول والمنافع الصادرة مقابلها.
- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول أو منافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل دينا على مصدرها لحاملى الصكوك.
- أنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها.
- الصك الإستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار كاملة.

---

[1]- ابن منظور، **مرجع سابق**، الجزء10، المجلد4، ص:456.

[2]- أحمد الشرباصي، **المعجم الإقتصادي الإسلامي** ، حرف الصاد، دار الجيل للنشر والتوزيع،1981، ص:256.

[3]- خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، **شركات الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي**، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،2000، ص:263.

[4]- نوال بن عمارة، **الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية**، مجلة الباحث، العدد التاسع، ورقلة، الجزائر،2010، ص:253.

[5]- هشام بن عزة، لقمان معزوز، **دور الصكوك الإسلامية في تنمية ودعم قطاع الوقف الإسلامي**، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوث1955- سكيكدة، الجزائر، يومي 17-18 نوفمبر2015، ص:4-5.

- المضارب أو الوكيل أو الشريك لا يتحمل الخسارة إلا في حالة ثبوت تقصيره أو تعديه، وهو في نفس الوقت لا يضمن رأس المال لحامل الصك.

الفرع الأول: الصكوك القائمة على المشاركات.

للصكوك القائمة على عقود الشراكة أنواع من بينها:

أولا: صكوك المضاربة.

1. تعريف المضاربة لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف المضاربة لغة:** المضاربة لغة مفاعله، والفعل ضارب مأخود من الضرب في الأرض، وهو السير فيها للسفر وإبتغاء الرزق وضاربه في المال من المضاربة.[1]
- **تعريف المضاربة إصطلاحا:** وهى أن تعطى إنسانا من مالك، ما يتاجر فيه على أن يكون الربح بينكما أو يكون له سهم معلوم من الربح.[2]

2. مفهوم صكوك المضاربة: هي عبارة عن الصكوك التي تقوم على أساس عقود المضاربة، و تجمع بين طرفين(من يملك المال ومن يقوم بإستثماره ويسمى في هذه الحالة المضارب)، حيث يجمع بينهما عقد تتحدد تفاصيله وفق منظور شرعي.[3]

3. خصائص صكوك المضاربة.

ومن أهم خصائص صكوك المضاربة مايلي:[4]

1. قابليتها للتداول في أسواق رأس المال.
2. يمكن إصدار هذه الصكوك لتشمل كافة القطاعات الزراعية والصناعية والخدمية والعقارية.
3. سهولة الرقابة عليها من الجهات المستفيدة من التمويل لإرتباطها بموجودات عينية.

---

[1]- ابن منظور، **مرجع سابق**، المجلد الرابع، الجزء29، ص:2566.

[2]- أحمد الشرباصي، **مرجع سابق**، حرف الميم، ص:427.

[3]- حسان خبابة، **إدماج الصكوك الإسلامية في أسواق التداول العربية عرض تجربة دولة الإمارات العربية المتحدة- سوق دبي المالي وناسداك دبي**، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، ص:6.

[4]- عمر محمد فهد شيخ عثمان، **إدارة الموجودات/ المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية(دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)**، قدمت هذه الأطروحة إستكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية، تخصص: مصارف، جامعة دمشق، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، سوريا، 2009، ص ص:68-69.

4. يمكن عمل ترتيبات معينة لضمان هذه الصكوك من قبل طرف ثالث وذلك لتوفير الإطمئنان للمستثمرين.

4. أنواع صكوك المضاربة.

تنقسم صكوك المضاربة إلى عدة أنواع تتمثل فيمايلي:

1.4. **من حيث الشروط:** تقسم حسب هذا المبدأ إلى:[1]

- **المضاربة الشرعية المطلقة:** و تسمى أيضا بالمضاربة العامة، وهي التي لا يرد في عقدها أي شرط يحد من سلطة المضارب.
- **المضاربة الشرعية المقيدة:** وتسمى أيضا بالمضاربة الخاصة، وهي التي يرد في عقدها شروط تقيد حرية المضارب في التصرف.

2.4. **من حيث دوران رأس المال:** تقسم حسب هذا المبدأ إلى:

- **المضاربة الشرعية المؤقتة:** وهي التي يتحدد فيها نهاية صلاحية العقد، وذلك بدورة واحدة لرأس المال.
- **المضاربة الشرعية المستمرة:** وهي المضاربة التي لا تتوقف بدورة رأس المال بل تتجاوز إلى دورات أخرى.

3.4. **من حيث أطراف المضاربة:** تقسم حسب هذا المبدأ إلى:

- **المضاربة الشرعية الثنائية:** وهو العقد الذي يتكون من طرفين وهما صاحب رأس المال وصاحب العمل.

- **المضاربة الشرعية متعدية الأطراف:** وتكون هذه المضاربة عندما يأخذ صاحب العمل المال من صاحب رأس المال ويقدمه إلى صاحب عمل ثاني، فيتحول صاحب العمل الأول إلى صاحب مال ثاني ويمكن أن تتعدى إلى أبعد ذلك.[2]

[1]- عائشة الشرقاوي المالقي، **البنوك الإسلامية التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق**، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، المركز الثقافي العربي، الطبعة الأولى، 2000، ص:305.

[2]- جمال لعمارة، **المصارف الإسلامية**، دار النبأ للنشر والتوزيع، الجزائر،1996، ص:117.

ثانيا: صكوك المشاركة.

1. تعريف صكوك المشاركة لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف المشاركة لغة:** المشاركة جاءت من شرك، وجمعها شرائك، وشركة يقال اشتركا وتشركا وتشارك أحدهما مع الآخر، وشركة في البيع أو الميراث.[1]
- **تعريف المشاركة إصطلاحا:** المشاركة هو تعاقد إثنان فأكثر على الإشتراك إما في مال أو عمل أو فيهما معا.[2]

2. مفهوم صكوك المشاركة: تعرف بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، ويصبح المشروع ملكا لحاملي الصكوك وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.[3]

3. أنواع صكوك المشاركة: من بين أهم أنواع صكوك المشاركة مايلي:

1.3. صكوك المشاركة الدائمة: وهو أن يشترك طرفان أو أكثر في مشروع معين، والإدارة لمصدرها أو لجهة أخرى بنسبة من الأرباح.[4]

1.2. صكوك المشاركة المؤقتة: تختلف هذه الصكوك عن النوع الأول في كونها محددة بفترة زمنية متوسطة أو طويلة الأجل.[5]

ثالثا: صكوك المزارعة.

1. تعريف صكوك المزارعة لغةً وإصطلاحاً.

- **تعريف المزارعة لغة:** من زرع الحب: بذره، وزرع زراعة، أي طرح الزراعة بمعنى البذر في الأرض، وزارع مزارعة طرح الزرع في الأرض، زارع فلانا عامله على الأرض ببعض ما يخرج منها ويكون البذر من مالكها.[6]

---

[1]– الفيروز ابادي الشيرازي، **القاموس المحيط**، مرجع سابق، ص:299.

[2]– عائشة الشرقاوي المالقي، **مرجع سابق**، ص:348.

[3]– كمال توفيق حطاب، **الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي–3 جوان،2009، ص:8.

[4]– حدة رايس ، **مرجع سابق**، ص:484.

[5]– سليمان ناصر، **مرجع سابق** ص:12.

[6]– لويس معلوف اليسوعي، **المنجد في اللغة والأعلام**، دار المشرق، الطبعة الثامنة وثلاثون، لبنان، ص:200.

- **تعريف المزارعة إصطلاحا:** هي عبارة عن معاقدة بين صاحب الأرض وبين المزارع على أن يقسم الحاصل بينهم بالحصص المتفق عليها وفق العقد.[1]

2. **مفهوم صكوك المزارعة:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر لتوجيه حصيلتها لتمويل مشروع قائم على المزارعة بين صاحب الأرض ومن لديه الرغبة في خدمتها، ويصبح حملة الصكوك ملاكا لنسبة معينة من المحصول الناتج عن المشروع .[2]
3. **شروط صحة المزارعة:** تتمثل شروط صحة المزارعة في العناصر التالية:[3]

- أهلية المتعاقدين مهما كانت طبيعتهم (شخص طبيعي أو معنوي).
- أن تكون الأرض صالحة للزراعة مع تحديدها وبيان ما يزرع فيها (نوع المحصول المزروع).
- لا بد من تحديد مدة العقد سواء بالأشهر، الفصول أو بالسنوات.
- تحديد واجبات وإلتزامات كل من صاحب الأرض والعامل عليها.
- لا بد من أن تكون حصة كل من الطرفين من النماء معلومة ومشاعة، إما بالتساوي أو بالتفاوت حسب المتفق عليه.

رابعا: صكوك المساقاة.

1. **تعريف صكوك المساقاة لغةً وإصطلاحاً.**

- **تعريف المساقاة لغة:** المساقاة مأخوذة من السقي، وهي أن يستعمل رجلا في سقي النخيل أو الكرم ليقوم بإصلاحها على أن يكون له سهم مما تغله.[4]
- **تعريف المساقاة إصطلاحا: هي شركة** زراعية تقوم على إستثمار الشجر، بحيث يكون فيها الشجر من جانب والعمل على الشجر من جانب آخر، والثمرة الحاصلة مشتركة بينهما بنسبة متفق عليها ويسمى العامل بالمساقي والطرف الآخر برب الشجر.[5]

---

[1]– نزيه حماد، **معجم المصطلحات المالية و الإقتصادية في لغة الفقهاء**، دار القلم للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا،2008، ص:411.

[2]– خميسي محمد بن رجم، بلال حسناوي ، **أهمية الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية الإسلامية– تجربة البنك الإسلامي للتنمية**، المؤتمر الدولي حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت1955–سكيكدة، الجزائر، 17–18 نوفمبر2015، ص:4.

[3]– محمد حسن صوان، **أساسيات العمل المصرفي الإسلامي**، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص:177.

[4]– أحمد الشرباصي، **مرجع سابق**، ص:422.

[5]– وهبة الزحيلي، **المعاملات المالية المعاصرة**، دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا، ص:120.

2. **مفهوم صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفقا ما حدد العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة .[1]
3. **أحكام صكوك المساقاة:** تتمثل أحكامها في:[2]

- أن يكون محل المساقاة معلوما معينا، ويكون ذلك بأي وسيلة تحدد محل المساقاة.
- أن يكون الخارج من الثمر مشتركا بين مالك الأشجار والجهة المتعهدة برعاية الأشجار، وأن يكون نصيب كل منهما من الثمرة جزء شائعا معلوما.
- أن يكون العمل مقصورا على الجهة المتعاقد معها بالمساقاة.
- يجوز للجهة المتعاقدة معها على المساقاة أن تسند القيام بمتطلبات المساقاة لجهة أخرى بشرط موافقة صاحب الشجر.

4. **الفرق بين المزارعة والمساقاة:**

يمكن تلخيص أهم الفوارق بين المزارعة والمساقاة في الجدول التالي:

[1]- وهيبة بوخدوني ، **منتجات الهندسة المالية الإسلامية واقع وآفاق**، ملتقى صفاقس الدولي الرابع للمالية الإسلامية، جامعة البليدة 2، الجزائر، ص:18.

[2]- هشام أحمد عبد الحي، **الصناديق والصكوك الإستثمارية الإسلامية دراسة تطبيقية فقهية**، منشأة المعارف، مصر، ص ص:349-350.

جدول رقم (3): المقارنة بين المزارعة والمساقاة.

شروط المزارعة	شروط المساقاة
– يتعين نصيب الطرفين من الناتج بنسبة معلومة متفق عليها. – تحديد مدة معلومة للعقد تكون كافية لإتمام الزرع ونضجه. – أن تكون الأرض محل العقد معلومة وصالحة للزراعة وأن يتم تسليمها للمزارع. – الوصف الدقيق للبذور والمستلزمات، وتحديد من الذي يقدمها.	– يتعين نصيب الطرفين من الناتج بنسبة معلومة متفق عليها. – أن تكون مدة العقد معلومة، فإنه إن لم تحدد كان العقد إلى وقت نضوج الثمر. – أن يكون الشجر موضوع العقد معلوما. – أن يكون العمل الموسمي على الفلاح (الساقي)، أما الأعمال الثانية التي لا تتكرر فإنها على المالك.

المصدر: قيصر عبد الكريم الهيتي، **أساليب الإستثمار الإسلامي وآثارها على الأسواق المالية– البورصات**، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، سوريا،2006، ص:122.

خامسا: صكوك المغارسة.

1. **تعريف صكوك المغارسة لغةً وإصطلاحاً.**

– **تعريف المغارسة لغة:** المغارسة من الغِرَاس، وهو فسيل النخل وما يغرس من الشجرة.[1]

– **تعريف المغارسة إصطلاحا:** المغارسة تكون في الأشجار، حيث يقوم العامل بغراسة أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءا من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك، وعليه إعتبرت نوعا من الإجارة.[2]

2. **مفهوم صكوك المغارسة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها للإستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.[3]

3. **شروط صكوك المغارسة:** تتوفر صكوك المغارسة على جملة من الشروط تتمثل فيمايلي:[4]

[1]– نزيه حماد، **مرجع سابق**، ص:431.

[2]– سليمان ناصر، **صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية و الإسلامية**، الملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، الجزائر، 27–28 فيفري2011، ص:3.

[3]– سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية**، المجلد20، العدد الأول، دراسات إقتصادية إسلامية، الجزائر،2014، ص:6.

[4]– فارس مسدور، **التمويل الإسلامي من الفقه إلى التطبيق المعاصر لدى البنوك الإسلامية**، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر،2007، ص :197

- أن يغرس العامل في الأرض أشجارا ثابتة الأصول، أي أنها تخص أنواع معينة من الأشجار لا غيرها.
- أن تكون هذه الأشجار ممن تؤتي أكلها في مدة متقاربة حتى لا يقع النزاع حول حصة كل طرف.
- أن يكون أجل المغارسة على سنين كثيرة حتر لا يقع الإستغلال للغارس.
- أن يكون نصيب الغارس من الأرض والأشجار محل العقد.
- أن تكون الأرض مملوكة ملكية واضحة لصاحبها حتى يستطيع التصرف فيها وفيما ينتج عنها.

الفرع الثاني: الصكوك القائمة على عقود البيوع.

من بين أهم أنواع الصكوك القائمة على عقود البيوع مايلي:

أولا: صكوك السَّلَم.

1. **تعريف صكوك السَّلَم لغةً وإصطلاحاً.**

- **تعريف السَّلَم لغة:** السلم بفتح السين مشددة، وفتح اللام: التقديم والتسليم ويسمى بالسلف أيضا.[1]
- **تعريف السَّلَم إصطلاحا:** بيع معلوم في الذمة محصور بالصفة بعين حاضرة أو ما هو في حكمها إلى أجل معلوم.[2]

2. **مفهوم صكوك السَّلَم:** هي عبارة عن "عقد يقوم من خلاله المشتري بدفع ثمن سلعة معينة في الحال(عاجلا) على أن يتم إستلام السلعة لاحقا(آجلا) وفق موعد معين، أو هو بيع موصوف في الذمة ببدل يتم دفعه فورا".[3]

[1]– محمد عمارة، **قاموس المصطلحات الإقتصادية في الحضارة الإسلامية**، دار الشروق للنشر والتوزيع، لبنان، 1993، ص:292.

[2]– بدر الدين براحلية، لعلايمية فاطمة براحلية، **مخاطر التمويل بصيغة السلم**، بحث مقدم إلى: المؤتمر العالمي الثامن للإقتصاد والتمويل الإسلامي، قطر، أوث2011، ص:4.

[3]– فليح حسن خلف، **البنوك الإسلامية**، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن،2006، ص:331.

3. **خصائص صكوك السَّلَم:** تتميز صكوك السلم بمايلي:[1]

1. تشغيل أموال المستثمرين بربح جيد.
2. توفير التمويل اللازم للمنتجين ورجال الأعمال حسب الأحكام الشرعية.
3. ضمان الحصول على السلعة وقت إحتياجاتها بسعر مناسب.

4. **أنواع صكوك السَّلَم:** من بين أنواع صكوك السَّلَم مايلي:

- **السَّلَم العادي:** أو ما يسمى بالأصلي وهو التعريف الإصطلاحي السابق للسَّلَم.
- **السَّلَم الموازي:** وهو أن يبيع المسَّلَم إلى طرف ثالث سلعا في الذمة من جنس ما أسلم فيه وبمواصفاتها ذاتها، ودون أن يربط بين العقد الأول والثاني حيث يصبح المشتري بالسَّلَم الأول هو البائع المسَّلَم إليه في السَّلَم الثاني.
- **السَّلَم المقسط:** هو أن يسَّلَم في سلعة إلى أجلين أو إلى آجال متفاوتة.[2]

ثانيا: صكوك الإستصناع.

1. **تعريف صكوك الإستصناع لغةً و إصطلاحاً.**

- **تعريف الإستصناع لغة:** الإستصناع: مصدر إستصنع الشيء، أي دعا إلى صنعه، ويقال: اصطنع فلان خاتما، إذا سأل رجلا أن يصنع له خاتما.[3]
- **تعريف الإستصناع إصطلاحا:** الإستصناع طلب الصنعة، وهو أن يقول لصانع خف أو مكعب أو أواني الصفر اصنع لي خفا طوله كذا وسعته كذا أو دستا أي برمة تسع كذا وزنها كذا على هيئة كذا وكذا، ويعطى الثمن المسمى أو لا يعطي شيئا فيعقد الآخر معه.[4]

2. **مفهوم صكوك الإستصناع:** تعرف صكوك الإستصناع على أنها " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في تصنيع سلعة ويصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك، فالمصدر

[1]– هناء محمد هلال الحنيطي، **دور الصكوك الإسلامية في التنمية الإقتصادية (دراسة حالة)**، العلوم الإدارية، المجلد42، العدد الثاني،2015، ص:557.

[2]- عبد الله المصلح، صلاح الصاوي، **مالا يسع التاجر جهله**، مؤسسة الرسالة ناشرون، الطبعة الأولى، سوريا، 2005، ص:175.

[3]– ابن المنظور، **مرجع سابق**، المجلد الرابع، الجزء الثامن والعشرون، باب الصاد، ص:2508.

[4]– كمال الدين ابن الهمام السيوسي، **شرح فتح القدير**، الجزء الثامن، دار الهدى للنشر والتوزيع، مصر،2000، ص:114.

لتلك الصكوك هو الصانع والمكتتبون هم المشترون للعين المراد صنعها وحصيلة الإكتتاب تكلفة المصنوع ".[1]

3. **خصائص صكوك الإستصناع:** من بين الخصائص التي تتميز بها صكوك الإستصناع مايلي:[2]

- تصدر صكوك الإستصناع بصفة خاصة لإستخدام حصيلتها من الأموال في تصنيع سلعة معينة موصوفة في الذمة.
- يتم إصدار صكوك الإستصناع على أساس عقد الإستصناع المعروف في صيغ التمويل الإسلامي وتخضع لجميع أحكامه، وتترتب على الصكوك جميع آثار عقد الإستصناع وذلك بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك.

4. **أنواع صكوك الإستصناع:** تتمثل أنواع صكوك الإستصناع في مايلي:

- **الإستصناع الأصلي:** وهو الإتفاق بين المستصنع (المشتري) وبين الصانع (البائع) على صناعة شيء معين بأوصاف محددة، يتم إنجازها وتسليمها وفق المتفق عليه في العقد.[3]
- **الإستصناع الموازي:** وهو أن يبرم المصرف عقد إستصناع بصفته صانعاً مع عميل يريد صنعة معينة فيجرى العقد على ذلك، وتتعاقد المؤسسة مع عميل آخر بإعتبارها مستصنعا فتطلب منه صناعة المطلوب بالأوصاف نفسها.[4]

5. **الفرق بين عقد السَّلَم وعقد الإستصناع.**

رغم التشابه الكبير بين كل من عقد بيع السَّلَم وعقد الإستصناع في الكثير من الأمور، ورغم أن البعض يعتبر أن عقد الإستصناع هو أحد أنواع عقد بيع السَّلَم في الصناعات، إلا أننا إذا تمعنا في كلا العقدين لوجدنا العديد من الإختلافات والفوارق بينهما ومنها:

---

[1]– سعاد يوسفاوي ، عبد السلام مخلوفي ، **دور الهندسة المالية في إبتكار منتجات مالية جديدة**، مجلة البشائر، المجلد الثالث، العدد الأول، مارس2017 ، ص:127.

[2]– سعد الدين بن ثامر، **الصكوك الإسلامية ودورها في تحقيق المقاصد الشرعية**، مذكرة تخرج مكملة لنيل درجة الماستر في العلوم الإسلامية، إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر– باتنة، الجزائر، 2014/2013، ص29.

[3]– وائل عربيات، **المصارف الإسلامية والمؤسسات الإقتصادية– أساليب المشاركة المتناقصة والإستصناع**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص:187.

[4]– مصطفى محمود محمد عبد العال عبد السلام، **آلية تطبيق عقد الإستصناع في المصارف الإسلامية (دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية نموذجا)**، بحث مقدم إلى: مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 31ماي– 3 جويلية 2009، ص:15.

جدول (4): الفرق بين عقد السَّلَم وعقد الإستصناع.

عقد السَّلَم	عقد الإستصناع
– المعقود عليه في عقد بيع السلم يسمى المسلم فيه وهذا المسلم فيه يشترط أن يكون مصنوعا بل في الغالب يكون طعاما أو حيوانا أو غير ذلك. – المعقود عليه في السلم هو دين بذمة المسلم إليه. – المبيع في عقد السلم لا يجوز إلا في الأموال المثلية (الثابتة). – يعتبر عقد بيع السلم عقدا لازما لأطرافه . – يشترط أن يسلم الثمن في مجلس العقد مقدما ولا يكون مؤجلا. – لا يدخل في التمويل العقاري.	– المعقود عليه يقع على الأشياء التي تدخل في الصنعة فهو لا يقع على الأشياء التي تنمو نموا طبيعيا كالثمار، أي أن الإستصناع يشترط فيه الصنع. – المعقود عليه في الإستصناع لا يعتبر دينا بذمة الصانع بل تم تعيينه حسب العقد. – المبيع في عقد الإستصناع يكون من الأموال القيمية التي تصنع بمواصفات خاصة ودقيقة حسب ما يريده المستصنع. – يعتبر عقد الإستصناع عقد غير لازم لأطرافه. – جواز تعجيل الثمن أو تأجيله وجواز أن يكون الثمن منفعة معينة(منفعة الصانع نفسه). – يمكن أن يطبق في التمويل العقاري.

المصدر: إعداد الطالبة إعتمادا على: إلهام جهاد صالح، **بيع السلم كأداة تمويل في المصارف الإسلامية**، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن،2014، ص ص:42-45.

ثالثا: صكوك المرابحة.

1. تعريف صكوك المرابحة لغةً وإصطلاحاً.

– **تعريف المرابحة لغة:** المرابحة بضم الميم وفتح الراء ممدودة مصدر من باب المفاعلة، وهي عند الفقهاء أن يشترط البائع في بيع العرض أن يبيعه بما إشتراه به مع فصل أي زيادة شيء معلوم من الربح.[1]

– **تعريف المرابحة إصطلاحا:** المرابحة في إصطلاح الفقهاء هي بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم.[2]

[1]– محمد عمارة، **مرجع سابق**، ص:524.

[2]– محمد أحمد عطا المنان الواثق، **عقد المرابحة ضوابطه الشرعية صياغته المصرفية وإنحرافاته التطبيقية**، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، مارس2003، ص:8.

2. **مفهوم صكوك المرابحة:** هي عبارة عن وثائق تمثل حصة معينة في رأس المال المكتتب فيه والذي يستعمل في شراء سلعة معينة والتي تصبح ملكا لحامل الصك ويتم إصدار صكوك المرابحة في حالة السوق الأولي وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل أو المشروع محل المرابحة.[1]
3. **أنواع صكوك المرابحة:** تنقسم المرابحة إلى قسمين هما:

- **المرابحة البسيطة:** وهي التي عرفت في المعنى الإصطلاحي السابق للمرابحة.
- **المرابحة المركبة:** في هذا النوع يتقدم العميل إلى المصرف طالبا منه شراء سلعة معينة بالمواصفات التي يحددها هو وعلى أساس الوعد من قبله بشراء تلك السلعة مرابحة بزيادة متفق عليها، وبعد ذلك يقوم المصرف بشراء تلك السلعة ويمتلكها ومن ثم يقوم بعرضها على العميل الذي أمر بشرائها.[2]

الفرع الثالث: صكوك أخرى.

سيتم التطرق إلى أنواع أخرى لصكوك أهمها مايلي:

أولا: صكوك الإجارة.

1. **تعريف صكوك الإجارة لغةً وإصطلاحاً.**

- **تعريف الإجارة لغة:** الإجارة من آجر يأجر، وهو ما أعطيت من أجر في عمل.[3]
- **تعريف الإجارة إصطلاحا:** هي عقد على منفعة مباحة معلومة ومدة معلومة من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة أو عمل بعوض معلوم.[4]

2. **مفهوم صكوك الإجارة:** تعرف صكوك الإجارة على أنها" أوراق مالية ذات قيمة متساوية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الإكتتاب وبدء عمليات الإستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع".[5]

---

[1]– أمال لعمش، **دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس –سطيف، الجزائر، 2012/2011، ص:109.

[2]– فادي محمد الرفاعي، **المصارف الإسلامية**، منشورات الحلبي للحقوق، الطبعة الأولى، لبنان، 2004، ص:139.

[3]– ابن منظور، **مرجع سابق**، ص:77.

[4]– عبد الوهاب ابراهيم أبوسليمان، **عقد الإجارة مصدر من مصادر التمويل الإسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الأولى، السعودية، 2000، ص:22.

[5]– هواري معراج، بن قايد الشيخ، **دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية**، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر الدولي الأول حول الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوث 1955 سكيكدة، 17–18 أفريل2015، ص ص:4–5.

3. **خصائص صكوك الإجارة:** تتسم صكوك الإجارة بسمات خاصة بها، تتمثل في الآتي:[1]

- أن الإجارة تمتاز بالمرونة مقارنة بالعقود الأخرى وذلك من حيث العائد على الإجارة نظراً لما يتمتع به العقد من إمكانية تعديل بدل الإجارة وفقاً لأحوال السوق.
- تعتبر الإجارة وسيلة مناسبة لتحقيق تدفقات نقدية منتظمة طويلة الأجل بشكل يساعد على التخطيط المالي وإعداد الموازنات.
- تعتبر الإجارة وسيلة تمويلية أقل مخاطرة لأن إستمرار ملكية المؤجر للمأجور يعد ضمانة أفضل من عقود التوثيق الأخرى كالرهن، كما أن إجراءات إسترداد المأجور أبسط وأقصر من إجراءات التنفيذ على الرهن[*].

4. **صور صكوك الإجارة:** تتخذ صكوك الإجارة صورا عديدة، يمكن أن تصاغ فيمايلي:

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود بإستئجارها أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها أو استيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.[2]
- **صكوك منافع الأعيان:** وهي الإجارة التي يستحق فيها المستأجر منفعة عين معينة أو موصوفة وقد تكون هذه العين المستاجرة آدميا كما لو إستأجر خادما لمدة شهر، أو حيوانا كأن يستأجر دابة لمدة يوم ليحرث بها أرضه، أو ألة أو جمادا كأن يستأجر سفينة أو طائرة أو مكائن طباعة لمدة معينة أو عقارا كأن يستأجر دارا ليسكنها سنة ونحو ذلك.[3] وعليه فإن الإجارة الواردة على منافع الأعيان نوعان:[4]

- **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:** هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إجارتها وإستيفاء أجرتها من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

---

[1]– حسني عبد العزيز جرادات، **الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل**، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص:130.

[*] **الرهن:** يعرف الرهن شرعا بأنه جعل شيء ذو قيمة مالية وثيقة لحفظ رد دين ما، ويحق أخذ هذا الشيء أو جزء منه في حال عدم الوفاء.

[1]– أمال عبد الوهاب عمري، **الصكوك دراسة فقهية مقارنة**، مطبعة تونس قرطاج– الشرقية1، الطبعة الأولى، تونس،2017، ص:148.

[3]– حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، **صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية**، بنك البلاد، دار الميمان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص:166.

[4]– أمال عبد الوهاب عمري، **مرجع سابق**، ص ص:153، 156.

- **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) وإستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.[1]

ثانيا: صكوك البترول.

وهي الصكوك التي تقوم على بيع السلم المعروف، فهي تمثل كمية محددة من البترول تبيعه الدولة لحامل الصك ويستحق تسليمه في أجل محدد وتدفع قيمة الصك عند البيع.

مثلا تطرح الدولة في شهر أوث بيع كمية من النفط التي ستقوم بإستخراجها من الآبار في أخر شهر ديسمبر مثلا، وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية بسعر يتم الإتفاق عليه مسبقاً، ولا شك أن هذا السعر يأخذ بعين الإعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.[2]

ثالثا: صكوك القرض الحسن.

صكوك القرض الحسن أداة تمويلية ليس لغرض الإستنماء وإنما لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافلية، تصدر عن الحكومة أو عن البنك المركزي لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم

[1]– عبد الحق العيفة، زاهرة بني عامر، **دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنى التحتية– دراسة حالة مشروع توسيع مطار 8 ماي 1945 الدولي بسطيف**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الجزائر، 5–6 ماي2014، ص:10.

[2]– عدنان محمد بن الضيف، ربيع المسعود، **أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الإقتصادية التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، ص:12

الإجتماعي، كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك أو أن تصدرها بعض البنوك وتخصص مواردها للقرض الحسن.[1]

المطلب الثاني: المشتقات المالية الإسلامية والتوريق الإسلامي.

عرفت أسواق الأوراق المالية الإسلامية تطورا ملحوظا من حيث نطاق التعاملات المالية أو من حيث حجم الإصدارات للأوراق المالية الإسلامية، حيث ظهرت أدوات مالية بديلة عن الأدوات المالية التقليدية.

الفرع الأول: المشتقات المالية الإسلامية.

تعتبر المشتقات المالية الإسلامية البديل عن المشتقات المالية الوضعية لما تكتنفها من مخالفات شرعية ونشاطات محرمة، ومن بين أهم أنواع المشتقات المالية الإسلامية مايلي:

1. الخيارات في إطار بيع العربون وخيار الشرط.

لقد تم تكييف عقود الخيارات في الشريعة الإسلامية وفق مايلي:[2]

1.1. **خيار شرط:** حيث يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع، الإجارة والإستصناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهو مايتيح الفرصة للتحوط في الحصول على سلعة يؤمل الربح منها وله الحق في عرض محل الخيار لطرف آخر خلال مدة العقد دون أن يكون هناك إقتران بالربح لأن ذلك يُسقط الخيار.

1.1. **بيع العربون:** تجدر الإشارة إلى أن بيع العربون* والخيار يقومان على دفع المشتري لمبلغ من المال مقابل الحق في شراء أصل مالي معين بثمن محدد خلال فترة معينة على أن يتم تملك الأصل في حالة إتمام العقد أو خسارة المبلغ المدفوع مقدما في حالة العكس، إلا أن بيع العربون يختلف عن الخيار في أنه لا يستخدم من أجل الإستفادة من فروق أسعار

[1]– إبتسام ساعد، **دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر –بسكرة، الجزائر، 2017/2016، ص:140.

[2]– أمال لعمش، **مرجع سابق**، ص :100.

* **بيع العربون:** يقصد بها بيع سلعة مع دفع المشتري مبلغا من المال إلى البائع على أنه إن أخذ السلعة احتسب المبلغ من الثمن، وإن تركا فالمبلغ للبائع.

الأصل المالي بل من أجل شراء الأصل في حد ذاته والإنتفاع به على أنه إذا ثبت له أن الأصل مناسب أمضى الشراء وإلا فإنه يخسر العربون.

2. المستقبليات في إطار عقد الإستصناع.

ربما يكون عقد الإستصناع من أقرب العقود الجائزة في الفقه الإسلامي، والتي تسمح بتأخير تسلم الثمن والمبيع (المستصنع) في مجلس العقد ويتم إصدار سندات الإستصناع من قبل الشركات والبنوك، وتكون هذه السندات أشبه بالعقود المستقبلية حيث يتم شراء هذه السندات من قبل الأفراد والمؤسسات. أما فيما يخص المستقبليات فهي تعتبر من بين العقود التي يتم فيها تسليم البدلين في وقت لاحق، ولقد إتفق الفقهاء على عدم جواز التعامل بالمستقبليات وذلك راجع للأسباب التالية:[1]

- يعتبر تأجيل تسليم الثمن والمثمن من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.
- تشتمل العقود المستقبلية على المتفق على تحريمه وهذا في حالة العقود على ذهب والفضة التي يشترط فيها التقابض وإلا وقع المتعاقدان في ربا النسيئة*.
- تنتهي هذه العقود بالتسويات النقدية ويعتبر من قبيل القمار الظاهر إذا كان هذا مشروطا في العقد.

3. العقود الآجلة في إطار عقد السلم.

إذا ما كانت السلع طيبة متاحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه بأن تكون عقود السلم الجائزة شرعا، وهناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور:[2]

- أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه.

---

[1]– نورالدين بوالكور، عز الدين شرون، سليمان كعوان، **دور الأسواق المالية الإسلامية في حل مشكلة فائض السيولة على مستوى المصارف**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: الأوراق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت1955–سكيكدة، الجزائر، 17–18 نوفمبر 2015، ص:6.

* **ربا النسيئة:** يقصد بها هو تأخير القبض في بيع كل جنسين اتفقا في علة ربا الفضل.

[2]– كمال توفيق حطاب، **مرجع سابق**، ص ص:24–25.

- أن رأس المال في العقود الآجلة والمستقبليات لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه فكأن البدلين فيه مؤجلان.
- أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

الفرع الثاني: التوريق الإسلامي.

يعرف التوريق الإسلامي على أنه إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الإكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه.[1] إذا كان على المؤسسة ديون في ذمتها للغير وترغب في عدم وفائها بإلتزاماتها نقدا لعدم توفر السيولة الكافية لذلك أو غيرها من الأسباب الأخرى يمكنها أن تتبع أحد الطرق التالية:[2]

1. تحويل تلك الديون إلى أسهم وخاصة عندما تقوم بإصدار جديد ضمن ما تتيحه لوائحها أو أنظمتها، فتصبح تلك الديون عبارة عن أسهم يمتلكها الدائنون وتمثل حصصاً من موجودات تلك المؤسسة، ويسري عليها ما يسري على بقية أسهم الشركة.
2. إذا كانت الشركة أو المؤسسة المالية تمتلك سلعاً عينية كالسيارات أو آلات طبية أو غيرها وتريد التخلص منها ومن كلفة تخزينها وصيانتها، فيمكن عرضها على الدائنين لمبادلتها بديونهم التي هي على ذمة المؤسسة، ومن ثم ستحقق المؤسسة فائدتين: التخلص من مخزون سلعي يمثل عبئا ماليا، وكلفة دائمة على المؤسسة مع الوفاء بالدين وسقوط الإلتزام عن ذمتها.
3. إصدار سندات ملكية لأعيان مؤجرة لتشجيع الدائنين على مبادلة ديونهم مقابل تلك السندات، وهي تختلف عن سندات الملكية العادية، وإنما هي عين مملوكة مؤجرة تدر عائدا محددا معروفاً.

المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية

تتفق الأدوات المالية الإسلامية مع الأدوات المالية التقليدية بأن كلتيهما أوراق مالية متداولة ويكمن غرضهما الرئيسي في التمويل، ولكن ثمة خصائص عامة تميز الأدوات المالية الإسلامية عن غيرها من

[1]– منى خالد فرحات، **توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)**، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، مجلد29، العدد الأول، سوريا، 2013، ص:229.

[2]– عبد الكريم قندوز، **الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، مرجع سابق، ص:199.

الأدوات المالية التقليدية فكون الأدوات المالية الإسلامية ملتزمة ومنضبطة بالأحكام الشرعية مما أدى إلى وجود بعض الفروق بينهما.

المطلب الأول: أوجه التشابه والإختلاف بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية.

تعد الصكوك الإسلامية البديل الشرعي للأدوات المالية التقليدية، وهي تتفق معها في بعض الأمور وتختلف عنها في أمور أخرى.

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والأسهم.

هناك أوجه تشابه و أوجه إختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم نذكرها في مايلي:

أولا: أوجه التشابه ما بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

تتشابه الصكوك الإسلامية والأسهم في بعض الأمور من بينها:[1]

1. يمثل كل من السهم والصك حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع، وتشمل هذه الأصول غالبا على الأعيان والمنافع وما تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معا.
2. يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب ومقدار مساهمته ومشاركته فيها.
3. يقوم كل منهما مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والحيازة والقبض.
4. تُدار موجودات الشركة من طرف جهة معينة تكون مسؤولة من قبل حملة الأسهم والصكوك.
5. لحاملي الأسهم و الصكوك الحق في بيع ما يملكونه من الأسهم والصكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.

[1]- أنظر:

- هند مهداوي، فاطمة صباح، رفيقة صباغ، **واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد الثاني عشر، جامعة غرداية، الجزائر،2011، ص:554.

- عبد الله بن محمد المطلق، **الصكوك**، ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-25 ماي2010،ص:5.

ثانيا: أوجه الإختلاف مابين الصكوك الإسلامية والأسهم.

تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في عدة أمور نذكرها في مايلي:[1]

1. تكون ملكية الأسهم على الشيوع لأصول المشروع، فحين تكون ملكية الصكوك على الشيوع لعين محددة
2. يحق لحملة الأسهم التصويت في الجمعية العمومية، أما بالنسبة لحملة الصكوك لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية.
3. الأجل المحدد للسهم هو نهاية عمر الشركة المحدد بالنظام الأساسي للشركة، أما أجل الصكوك الإسلامية يكون محدد بعقد الصكوك.
4. يتحمل المساهم نصيبه من سداد إلتزامات الشركة عند التصفية فحين لا يتحمل مالك الصك إلتزامات وديون المصدر عند التصفية.
5. يمكن لمجلس إدارة الشركة مصدرة السهم أن تغير من نشاطها ويحق للمساهمين إدارة الشركة من خلال مجلس الإدارة، أما الصكوك فتصدر لمشروع لايمكن تغييره إضافة لذلك لا يحق لحملة الصكوك إدارة الشركة.

وسنحاول تلخيص أهم الإختلافات بين الصكوك الإسلامية والأسهم في الجدول التالي:

[1]- الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم، متوفرة على الموقع الإلكتروني: www.eifa.eo ، تاريخ الإطلاع 2018/05/30 ، ص:6.

جدول رقم (5): أهم الإختلافات بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

الأسهم	الصكوك الإسلامية
– يشارك مالك السهم في إدارة الشركة وإنتخاب مجلس الإدارة. – تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة وهي المشاركة، وبذلك تكون نوعا من أنواع صكوك المشاركة وليست كل الصكوك. – تمثل الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة. – تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ إستحقاق. – الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.	– لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر، وإنما يتم الإكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع. – تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة (المضاربة، الإجارة...إلخ). – الصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وبالتالي فحامل الصك ممول للشركة المصدرة. – ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ إستحقاق. – الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.

المصدر: شافية كتاف، **مرجع سابق**، ص:219.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والسندات.

هناك أوجه تشابه وإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات نذكرها في مايلي:

أولا: أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والسندات.

تتفق الصكوك الإسلامية مع السندات في بعض الأمور نذكرها في مايلي:

1. تعتبر السندات والصكوك أوراق مالية قابلة للتداول، غرضهما الأساسي هو تمويل مختلف الجهات الحكومية والشركات الخاصة.
2. تعمل كل من الصكوك والسندات على أداء وتنفيذ الكثير من الوظائف المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية وتمويل الأغراض المختلفة، وهذا راجع إلى الدور الذي يلعبانه في تحقيق إستقرار الوضع الإقتصادي.[1]

[1]– حمزة الفعر الشريف، **ضمانات الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24–25 ماي2010، ص:4.

3. تصنف الصكوك والسندات بشكل عام بأنها أوراق مالية ذات إستقرار كبير ومخاطر متدنية.[1]

ثانيا: أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات.

يمكن توضيح الفروق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في العناصر التالية:[2]

1. تمثل الصكوك حصة شائعة للموجودات ، في حين السند يمثل قرض بفائدة دورية .
2. يشارك حامل الصك في ملكية الموجودات طبقا لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة، بينما مالك السند لا يتحمل أية خسائر.
3. يتم الإكتتاب العام في الصك وتتضمن نشرة الإصدار الضوابط الشرعية التي يجب أن تلتزم بها الجهة المُصدرة إلتزاماً تاماً، أما بالنسبة للسندات فيتم الإكتتاب العام ولا تتضمن نشرة الإصدار أية ضوابط شرعية ولا تلتزم الجهة المُصدرة بالقواعد الشرعية.

وسنحاول ذكر إختلافات أخرى في الجدول التالي:

[1]– صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دار الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي– 3 جوان2009، ص:14.

[2]– زينة قمري، لطفي نسيم زغبيد، **تفعيل أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية في إطار آلية السوق المالية الإسلامية**، مداخلة ضمن المؤتمر الدولي حول: الأوراق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة20 أوث1955–سكيكدة، الجزائر، 17–18 نوفمبر2015، ص:7.

جدول رقم (6):الإختلافات بين الصكوك الإسلامية والسندات.

عنصر المقارنة	الصكوك	السندات
الملكية	نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء.	لا تنقل الملكية بالحصة بل بالمبلغ النقدي فقط.
الأجل/ المدة	مدة إستمرارية المشروع أو النشاط المعني وترتبط المدة به وتنتهي بإنتهائه.	المدة لا ترتبط بإنتهاء المشروع أو النشاط، وقد تزيد أو تنقص عن مدة المشروع.
الأرباح	الربح غير محدد.	الفوائد دورية ومحددة مسبقا.
القابلية للتحول إلى أسهم	غير قابلة للتحول إلى أسهم.	قابلة للتحول إلى أسهم.
ضمان رأس المال	لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك.	تضمن الجهة المُصدرة رأس المال والفوائد.

المصدر: أحمد شعبان محمد علي، **الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الإقتصادية (مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها)**، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014، ص ص:38-39.

المطلب الثاني: أوجه الإختلاف بين الأدوات المالية التقليدية المستحدثة والأدوات المالية الإسلامية.

هناك عدة إختلافات بين الأدوات المالية التقليدية الحديثة (المشتقات المالية والتوريق المصرفي) والأدوات المالية الإسلامية، ويمكن إبراز هذه الإختلافات في مايلي:

الفرع الأول: أوجه الإختلاف بين المشتقات المالية التقليدية والمشتقات المالية الإسلامية.

تختلف المشتقات المالية التقليدية عن المشتقات المالية الإسلامية وتعتبر مرفوضة شرعا للأسباب التالية:[1]

- خلو المشتقات المالية الإسلامية من شبهة الربا وهذا عكس المشتقات المالية التقليدية التي غالبا ما يحصل أحد العاقدين فيها على مال بغير عوض وهذا ما يمثل مصلحة زائدة فيها ربا واضح بإعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال.

[1]- منيرة بباس، **الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية**، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص ص7-8.

- تقوم المشتقات المالية التقليدية على أساس المقامرة والمراهنة لأن المشترين والبائعين في هذه العقود إما مغطون للأخطار أو مضاربون على الأسعار، فالمغطون يأخذون موقفا مستقبليا لتغطية مخاطر تغير أسعار السلعة ويفعلون ذلم مقامرة ومراهنة على إستقرار الأسعار في السوق وها يتنافى كليا مع المشتقات المالية الإسلامية.

الفرع الثاني: أوجه الإختلاف بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي.

يمكن توضيح أهم الفروق بين التوريق التقليدي والإسلامي بما يأتي:[1]

- يستخدم مصطلح التوريق في الإقتصاد التقليدي ويقتصر مفهومه على توريق الدين النقدي (التوريق التقليدي)، بينما يستخدم مصطلح التصكيك في الإقتصاد الإسلامي ومفهومه أعم وأشمل إ يشمل توريق كل من الدين النقدي والسلعي.
- يتمثل الفرق الأساس بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي في ضرورة وجود الأصول المشروعة التي تقوم عليها عملية التوريق التي تدر دخلا، وثانيا ملكية هذه الأصول لجماعة المستثمرين بحسب حصصهم.
- يتحمل المستثمرون في الصكوك الإسلامية جميع المخاطر المرتبطة بالأصل كونها شركة قائمة على الربح والخسارة.

ويمكن إبراز أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي في الجدول التالي:

جدول رقم (7): أهم الفروق بين التوريق التقليدي والتوريق الإسلامي.

عنصر المقارنة	التوريق التقليدي	التوريق الإسلامي
تاريخ التطبيق	1970	**1990**
العلاقة بين المصدر والمستثمر	مديونية مضمونة بأصول	ملكية حصة شائعة من أصول
مصدر العائد	سعر الفائدة	العائد من إستثمار الأصول
قابلية للتداول	قابلة للتداول	يعتمد ذلك على طبيعة الأصول
المعاملة المحاسبية	خارج الميزانية	خارج الميزانية
درجة المخاطرة	منخفضة	تعتمد على صيغة إستثمار الأصول
المدة	مؤقتة	مؤقتة

المصدر: منى خالد فرحات، **مرجع سابق**، ص:229.

[1]- منى خالد فرحات، **مرجع سابق**، ص ص:228-229.

خلاصة الفصل.

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى الأدوات المالية المتداولة في كل من السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي وتعرفنا على أهم الفوارق بينها، وقد تم إستخلاص مايلي:

- ✓ الممارسات غير الأخلاقية المنهى عنها شرعا في الأسواق التقليدية هي الدافع الأساسي لإيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية.
- ✓ أخذ السوق المالي الإسلامي من نظيره التقليدي فكرة الأدوات المالية وضبطها وفق أحكام الشريع الإسلامية.
- ✓ وضع السوق المالي الإسلامي بدائل للأدوات المالية التقليدية، فكانت الصكوك بدل السندات التي تقوم على الدين بفائدة.
- ✓ عمل السوق المالي الإسلامي على إبطال المستحدثات المالية القائمة على المقامرة والميسر كعقود الخيار والمبادلات، والعقود المستقبلية والآجلة.
- ✓ يعتبر التوريق الإسلامي أو ما يسمى بالتصكيك البديل الشرعي للتوريق المحرم بجميع أساليبه.

الفصل الثالث:

دراسة حالة السوق المالي

في ماليزيا

تمهيد.

شهد الإقتصاد الماليزي تطورا سريعا في القرن الماضي نجحت بفضله في تحويل أنظار العالم من منطقة الخليج إلى جنوب شرق آسيا، وقد ساهمت عدة ظروف بالنهوض بإقتصادها المحلي بالإضافة إلى السياسات والإصلاحات المنتهجة من قبل الحكومة والتي كان لها الفعل الإيجابي في تحقيق ذلك.

إهتمام ماليزيا بالصناعة المالية الإسلامية جعل منها قطب للمالية الإسلامية وخاصة فما يتعلق بالصكوك الإسلامية، حيث عملت على توفير مجموعة من المزايا والتحسينات للأطرا ف المصدرة لتلك الصكوك سواء كانت حكومية أو تابعة للقطاع الخاص، وقد شهدت الأونة الأخيرة نقلة نوعية في هذه الإصدارات من حيث الحجم أو القيمة أو نوع الصكوك المصدرة.

يلعب السوق المالي في ماليزيا دورا كبيرا في توفير وتمويل مختلف القطاعات الإقتصادية الماليزية، حيث يتكون هذا السوق من شقين شق تقليدي وشق إسلامي، وللتعرف أكثر على السوق المالي في ماليزيا وأهم الأدوات المتداولة فيه سيتم تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: السوق المالي التقليدي في ماليزيا.

المبحث الثاني: السوق المالي الإسلامي في ماليزيا.

المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات التقليدية والإسلامية في ماليزيا.

المبحث الأول: التجربة الماليزية في سوق المال التقليدي.

لعب النظام المالي في دول جنوب شرق آسيا دوراً هاماً في حشد الموارد المالية وتوجيهها نحو الإستثمار في شتى المجالات، ومن بين أبرز ملامح القطاع المالي في تلك الدول هو تطور وتنامي الأسواق المالية فيها ومع مرور الوقت أصبحت أهم المراكز المالية العالمية في إستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وتعد ماليزيا من أهم تلك الدول التي سعت إلى تطوير سوقها المالي من خلال إستفادتها من منتجات الهندسة المالية الإسلامية.

المطلب الأول: نبذة مختصرة حول ماليزيا.

بالرغم من صغر ماليزيا إلا أنها تعد أهم مركزا مالي وإقتصادي في العالم، لذلك سنتطرق إلى تعريف بالدولة الماليزية وأهم بياناتها الأساسية والإقتصادية.

الفرع الأول: التعريف بدولة ماليزيا.

تقع ماليزيا في وسط جنوب شرق آسيا حيث تتكون من 13 ولاية و3 أقاليم إتحادية، عاصمتها هي كوالالمبور في حين أن بوتراجايا هي مقر الحكومة الإتحادية، يصل تعداد سكانها أكثر من 28 مليون نسمة، ينقسم البلد إلى قسمين يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي[1]، وهما جزء من شبه الجزيرة الكبير في الإقليم وهو ما يعرف بشبه جزيرة المالايو ويسمى ماليزيا الغربية، وثاني جزء من جزيرة بورنيو ويعرف بماليزيا الشرقية.[2]

إتحدت ماليزيا كدولة حديثة عام 1963، وقد بسطت المملكة المتحدة نفوذها في مستعمرات تلك المناطق في أواخر القرن الثامن عشر وقد عرفت هذه المجموعة من المستعمرات بإسم مالايا البريطانية حتى حلها عام1946، عندما تم إعادة تنظيمها ضمن إتحاد الملايو نظرا للمعارضة الواسعة حيث أعيد تنظيمها مرة أخرى ضمن إتحاد مالايا الفيدرالي في عام 1948 ثم حصلت على الإستقلال في وقت

[1]– عبد الرحمن إبراهيم حاج، ربيع خير الناس، **مسيرة الإقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار محمد مهاتير**، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي: الإقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، الجزائر، 23–24 فيفري 2011، ص: 1.

[2]– كمال محمود المنوفي، **الأطلس الماليزي**، برنامج الدراسات الماليزية، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الإقتصاد وعلوم السياسة، جامعة القاهرة، مصر، 2006، ص: 3.

لاحق في 31 أغسطس 1957 دمجت كل من سنغافورة ، سراوك وبورنيو الشمالية البريطانية وإتحاد مالايا جميعها لتشكل ماليزيا يوم 16 سبتمبر 1963.[1]

خلال أواخر القرن العشرين شهدت ماليزيا طفرة إقتصادية وخضعت لتطور سريع حيث يحدها مضيق ملقا وهو طريق بحري مهم في الملاحة الدولية، كما أن التجارة الدولية جزء أساسي من إقتصادها حيث تشكل الصناعة أحد القطاعات الرئيسية في إقتصاد البلاد، وقد إختصت الخطة التنموية الماليزية التي عرفت بالسياسة الإقتصادية الجديدة بوضع الخطوط العريضة للتنمية في ماليزيا خلال الفترة (1971-2000) ، والتي إختصت بدورها بالتخطيط لفترة مستقبلية فيما عرف برؤية 2020 والتي تؤكد على إلتزام الحكومة بالمضي قدما في النمو الإقتصادي وبأن تتحول ماليزيا مع حلول 2020 إلى دولة متقدمة على كافة الأصعدة.[2]

الفرع الثاني: بيانات أساسية وإقتصادية حول ماليزيا.

ويمكن إحصاء أهم البيانات العامة والإقتصادية حول ماليزيا في الجدول التالي:

[1]- ماليزيا، متوفرة على الرابط https://ar.wikipedia.org/wiki/ ، تاريخ الإطلاع: 2018/05/04.

[2]- هدى حفظ ميتكيس، **السياسات العامة في ماليزيا**، مركز الدراسات الآسيوية، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر، 2008، ص:167.

الجدول رقم (8): بيانات عامة وإقتصادية عن ماليزيا.

بيانات عامة	**الإسم الرسمي**	ماليزيا.
	العاصمة وأكبر مدينة	كوالالمبور.
	نظام الحكم	ملكي دستوري فيدرالي برلماني ديمقراطي.
	الملك	السلطان يانغ دي برتوان أغونغ .
	رئيس الوزراء	محمد مهاتير تولى المنصب في10 ماي 2018 خليفة لنجيب تون عبد الرزاق.
	المساحة	329.758 كم^2.
	التعداد السكاني	32 مليون نسمة (إحصاء2017).
	دين الدولة	الإسلام، حيث يقدر عدد المسلمين 55% من السكان، وينص الدستور على أن ملك الدولة يجب أن يكون مسلما.
بيانات إقتصادية	**العملة**	رينغت، ورمزهاRM 1RM= 100 sent.
	الصناعات الرئيسية	– شبه جزيرة ماليزيا: المطاط، زيت النخيل، تصنيع وتجهيز الصناعات التحويلية، صناعة الإلكترونيات. – الصباح: الزراعة، زيت النخيل، السياحة، إنتاج النفط، قطع الأشجار. – سراوك: تكرير النفط، قطع الأشجار.
	أهم المعادن	القصدير35% من الإنتاج العالمي.

المصدر: بيانات عامة وإقتصادية، متوفرة على الموقع الإلكتروني، https://ar.wikipedia.org/wiki/، تاريخ الإطلاع: 2018/05/04.

المطلب الثاني: السوق المالي التقليدي في ماليزيا.

يعد سوق المال في ماليزيا أداة هامة في تنشيط الإقتصاد ككل، لذلك عملت الحكومة الماليزية على الإرتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيسي في تمويل الإقتصاد المحلي، كما تعتبر ماليزيا واحدة من الدول التي تعمل على النظام المالي المزدوج فهي تتكون من سوق نقدي وسوق رأس المال.

الفرع الأول: سوق النقد في ماليزيا.

يتكون سوق النقد في ماليزيا من مجموعة من المصارف حيث يطلق عليه سوق النقد مابين البنوك، ومن بين هذه البنوك مايلي:

أولا: البنك المركزي.

يمثل بنك نيجارا ماليزيا (Bank Negara Malaysia) البنك المركزي، وهو هيئة قانونية بدأت نشاطها في سنة 1959 ومن بين الأهداف الرئيسية التي يسعى إلى تحقيقها هذا البنك هو تعزيز الإستقرار النقدي والمالي الذي يعمل على خلق بيئة مواتية للنمو للإقتصاد الماليزي، كما أنه يعمل على دعم قطاعات الإقتصاد الحقيقي وتقوية الأسواق المالية. [1] ومن بين أهدافه الأخرى:[2]

- إصدار العملة وحفظ الإحتياطات التي تضمن قيم العملة.
- قيامه بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة.
- تعزيز التشغيل الموثوق والكفء للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات، وضان توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا.

ثانيا: البنوك التجارية.

تعد البنوك التجارية المكون الرئيسي للنظام المصرفي الماليزي، ومن بين الوظائف التي تقوم بها هذه البنوك مايلي:

1- تلقى الودائع بمختلف أنواعها من الأفراد والمؤسسات.

2- توفير التمويل اللازم.

ثالثا: المؤسسات الإستثمارية.

تلعب البنوك الإستثمارية دورا هاما في تحسين قدرة المؤسسات المالية في ماليزيا، وذلك من خلال ما تقدمه من أنشطة وخدمات سواء كانت مالية أو إستثمارية على نفس مستوى الخدمات التي تقدمها البنوك الإستثمارية الدولية.[3] حيث يمثل الجدول التالي عدد المؤسسات المالية الماليزية لسنة2015 كمايلي:

---

[1]- بنك نيجارا ماليزيا، متوفرة على الموقع الإلكتروني:
http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=en_about&pg=en_intro&lang=en ، تاريخ الإطلاع: 04 ماي2018.

[2]- حكيم براضية، **التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، 2011/2010، ص: 154-155.

[3]- إبتسام ساعد، **دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي- التجربة الماليزية نموذجا**، مرجع سابق، ص: 190.

جدول رقم(9): عدد المؤسسات المالية الماليزية لسنة2015.

المؤسسات المالية	المحلية	الأجنبية	الإجمالي
البنوك التجارية	08	19	27
البنوك الإستثمارية	11	-	11
البنوك الإسلامية	10	06	16
البنوك الإسلامية الدولية	-	03	03
شركات التأمين	16	17	33
شركات إعادة التأمين	03	04	07
شركات التأمين الإسلامية (التكافل)	09	02	11
شركات إعادة التكافل الإسلامية	01	03	04

المصدر: إبتسام ساعد، **مرجع سابق**، ص191.

من خلال الجدول أعلاه نستنتج بأن المؤسسات المالية سواء التقليدية أو الإسلامية في ماليزيا عرفت تطور ملحوظ في سنة 2015، حيث بلغ إجمالي هذه المؤسسات 112 مؤسسة مالية.

الفرع الثاني: سوق رأس المال في ماليزيا.

تعتبر بداية صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا نهاية القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930 أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية.[1]

أما الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا كان في 9 ماي 1960 (تأسيس بورصة الملايو)، وتشكلها من غرفتين سنة 1961 للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور وشكلت سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس، وقد إنفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا في عام 1964 وتم تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية.[2]

[1]– بورصة ماليزيا، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia ، تاريخ الإطلاع: 22 أفريل 2018.

[2]– علي بوعبد الله ، **تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا**، مجلة العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد الرابع عشر، 2015، ص: 19.

أما في عام 1973 تم التقسيم الفعلي للبورصة وتشكيل كل من بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا، وبورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.[1]

أولا: تطور سوق رأس المال الماليزي.

شهد سوق رأس المال الماليزي تطورا ملحوظا بعد عام1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم (KLSE) التي تأسست في سنة 1994 وسوق المشتقات، سوق السندات إلى جانب تقديم بعض المنتجات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة.[2]

أما في عام 2001 إعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية ، ومن بين أهداف هذه الخطط مايلي:[3]

- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية مركزا لتمويل وتطوير الشركات المحلية.
- إيجاد بيئة إستثمارية فعالة ومثلى للمستثمرين.
- العمل على تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
- إعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.
- توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنتظمة.

وفي 14 أفريل 2004 تم تغيير بورصة كوالالمبور إلى إسم بورصة ماليزيا، أما في 18 مارس2005 سجلت بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.

---

[1]– بورصة ماليزيا، متوفرة على الموقع الإلكتروني: http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/ ، تاريخ الإطلاع: 22 أفريل2018.

[2]– محمد غزال، **دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية– دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، إقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس– سطيف، الجزائر، 2013/2012، ص: 163.

[3]– علي بوعبد الله ، **أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا**، مجلة الإقتصاد الإسلامي العالمية، العدد الثاني والأربعون، 2015، ص: 13.

ثانيا: مفهوم سوق رأس المال الماليزي.

لا يختلف مفهوم سوق رأس المال الماليزي عن المفهوم العام إلا أن هذا السوق يتكون من قسمين هما سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي، ويضم هذا السوق سوقين واحدة سوق منظمة تشمل كل من البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات، والثانية السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات. وتتعدد الأدوات المتداولة في هذا السوق من أسهم وسندات تقليدية وأسهم وصكوك إسلامية، السندات الحكومية وسندات الشركات الخاصة، شهادات صناديق الإستثمار وعقود المستقبليات وغيرها.[1]

المطلب الثالث: وظائف سوق رأس المال الماليزي.

يعمل سوق رأس المال الماليزي على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو الإستثمارات والمشاريع التنموية، ومن أجل تحقيق ذلك يقوم هذا السوق بوظائف عديدة نوجزها فيمايلي:

- يلعب سوق رأس المال الماليزي دور الوسيط الذي من يتم من خلاله تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شوؤن صندوق الحجاج والأفراد من جهة والقطاعات التي تعاني عجزا على وجه الخصوص من جهة أخرى، مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الإقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- من خلال سوق رأس المال الماليزي إستطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين وصندوق التوفير للعاملين والأفراد بتجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الإقتصادية، والإجتماعية وتلبية إحتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

[1]– نبيل خليل طه سمور، **سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق– دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**، قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية– غزة، فلسطين،2007، ص: 84.

- تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا وذلك من خلال توفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات و الصناديق بهدف الحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لإستثمارها في الأنشطة الإقتصادية الماليزية.[1]
- يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطاة وتوجيهها نحو قنوات الإستثمار طويلة ومتوسطة الأجل في ماليزيا، كما أنه يعمل على إستقطاب وجذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- يعمل سوق رأس المال الماليزي على تطوير الإقتصاد الماليزي من خلال تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص، كما أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.[2]

المطلب الرابع: أقسام سوق رأس المال الماليزي.

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام هي:

الفرع الأول: سوق الملكية.

سوق الملكية هو عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيها المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية، مثل الأسهم وصناديق الإستثمار وخدمات السمسرة.[3] بالإضافة إلى أن كل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية المالية التي أسست في عام 1973 بإسم بورصة كوالالمبور للأوراق المحدودة، وقد خضعت هذه البورصة في تنفيذ عمليتها لرقابة قانون الشركات لعامي1983 و1987 ومجموعة القوانين في الحيازة والإندماج لعام1987.[4] ويتكون هذا السوق من الأدوات التالية:

---

[1]– جعفر صفر الدين سحاسورياني، **سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته**، قدمت هذه الرسالة إستكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، الإقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن،2007/2006، ص ص: 14،16.

[2]– عدنان محمد بن الضيف، **الإستثمار في سوق الأوراق المالية– دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر– بسكرة، 2008/2007، ص ص: 174– 175.

[3]– عبد الحميد فيجل، **تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال– التجربة الماليزية نموذجا**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص:الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر– بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص: 186.

[4]– نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص: 86.

1- **الأسهم العادية:** يعتبر السهم العادي وثيقة تثبت حق حامله في ملكية جزء من المؤسسة مما يجعله يتحمل نتائج خسارتها وأرباحها، كما أن السهم العادي يسمح بتحقيق الأرباح عندما تكون المؤسسة بحالة جيدة ويتحصل حامله على جزء من أرباح المؤسسة إذا ما قررت هذه الأخيرة بتوزيعها على المساهمين، بالإضافة إلى كل هذا فإن حملة الأسهم يحصلون على إمتيازات أخرى منها:

- الحق في المشاركة في الجمعيات العامة العادية وغير العادية للمؤسسة.
- حق التصويت والمشاركة في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

2- **الأسهم الممتازة:** تجمع الأسهم الممتازة بين مميزات الأسهم العادية ومميزات سندات الدين، فهي تمثل تقترب في خواصها من الأسهم العادية كونها تمثل ملكية، وتشبه السندات في كونها يكون الحق لحاملها في الحصول على مقدار ثابت من الأرباح سنويا، ومن جهة أخرى تختلف هذه الأسهم عن الأسهم العادية في كونها لا تمنح لحملتها الحق في التصويت على أعضاء مجلس الإدارة.[1]

3- **شهادة الشراء من الأسهم الموجودة:** هى حق يسمح لصاحبها بشراء كمية من أسهم الشركة المعنية القائمة في البورصة في فترة محددة وسعر معين مسبق وليس إلتزاما إذا هى حق وليس إلتزاما.

4- **شهادة الشراء من الأسهم الجديدة:** وهى التي تعطي لحاملها الحق وليس الإلتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا، ولها مدة إستحقاق محددة (بحدود عشر سنوات)، حيث إذا كان حامل الحق (المستثمرون) لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الإستحقاق فليس له حق الإكتتاب في الأسهم الجديدة وفي وقت التنفيذ لهذه الشهادات ستصدر الشركة أسهما إضافية لتنفيذ إلتزامها للحصول على سيولة من الأسهم.[2]

---

[1]- سامية زيطارى، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة- حالة أسواق الأوراق المالية العربية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الإقتصادية، تخصص: القياس الإقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر،2004، ص: 18.

[2]- عدنان محمد بن الضيف، **مرجع سابق**، ص: 175.

الفرع الثاني: سوق السندات.

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن سوق غير منظم والتي يتم فيه تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذه السوق تشير إلى قروض طويلة الأجل بمدة إستحقاق أكثر من سنة واحدة وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل.[1]

عرفت سوق السندات في ماليزيا تطورا ملحوظا من حيث حجم السوق ونوعية الأدوات المستعملة، حيث تركز هذه السوق على تنويع القاعدة المالية بشكل جيد لتلبية الإحتياجات المتغيرة للإقتصاد الماليزي ومن أجل ذلك عملت الحكومة الماليزية على تطوير هذا السوق من خلال إتخاذها لمجموعة من الإجراءات، وقد بلغت الجهود في النمو الكبير لسوق السندات نهاية ديسمبر 2010 ما يفوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97% من الناتج الداخلي الخام، مما اثر على القطاع المصرفي بشكل كبير وكانت نسبة التمويل بالسندات في فترة ما بعد الأزمة تقارب 10% من الناتج الداخلي الخام.[2] ومن بين أهم الأدوات المتداولة في سوق السندات في ماليزيا مايلي:[3]

1- **السندات الحكومية:** يقصد بالسندات الحكومة صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو بهدف مواجهة التضخم.

2- **سندات الشركات:** هي صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال حيث تعتبر بمثابة عقد أو إتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، بمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.[4]

---

[1]- مسعود بن نصبة، **نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجاً**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الإقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، 2013/2012، ص:243.

[2]- محمد غزال، **مرجع سابق**، ص:166.

[3]- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، مرجع سابق، ص:102.

[4]- منير إبراهيم هندى، **أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)**، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 10.

الفرع الثالث: سوق المشتقات.

سوق المشتقات في ماليزيا هي السوق التي يتم فيها تداول أدوات المشتقات، وتشتق قيمة هذه الأدوات من قيم الأصول الإستثمارية كالأسهم أو السلع في البورصة الماليزية المحدودة[1]، وقد بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في جويلية 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع والتي أعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا، وأول عقود المستقبليات المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام وبعد ذلك تم تداول عقود المستقبليات للمطاط في عام1983، وعقود المستقبليات الثانية للمطاط في عام1986 وعقود المستقبليات للتصدير، وعقود المستقبليات للكاكاو في عام1988 وعقود المستقبليات لزيت نواة النخيل في عام1992.

ولقد كان هناك حاجة لتأسيس شركة تابعة لبورصة كوالالمبور للسلع(KLCE) تشرف على التداول في المستقبليات تسمى سوق كوالالمبور للمستقبليات المحدودة في عام1992. وفي منتصف عام1995 تم إعادة تسميتها ببورصة ماليزيا للنقد(MME)، وفي عام1998 تم إندماج بورصة(KLCE) مع بورصة(MME) لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود.[2]

ولقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبليات المالية(KLOFFE) في نهاية عام1995 ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر، وفي عام 2001 تم تأسيس البورصة الماليزية للمشتقات ككيان جديد نشأ من إندماج بورصة(KLOFFE) وبورصة(COMMEX) يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية. وتعمل بورصة(MDEX) تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، ويحكمها قانون المستقبليات الذي صدر في عام1993 وتتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية، وفي عام 2004 أصبحت بورصة كوالالمبور للأسهم الشركة المسيطرة على البورصة الماليزية للمشتقات(MDEX) إذ تم تغيير إسمها لتصبح(Bursa Malaysia Derivatives)، وتم إعادة تسميت بورصة كوالالمبور للأسهم لتصبح

[1]– سناء نزار، **دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال– دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001–2015)**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر،2016/2015، ص:149.

[2]– نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص:87.

البورصة الماليزية المحدودة(Bursa Malaysia) .[1] وهناك نوعين من العقود المتداولة في هذه البورصة هما:[2]

أولا: عقود المستقبليات.

تضم عقود المستقبليات ثلاث أنواع هي:

1- **عقود المستقبليات للسلع:** ويتم فيها تداول العقود الأتية:

1-1- عقود المستقبليات لزيت النخيل الخام: تعتبر هذه العقود أول العقود المتداولة ، وتم طرحها في أكتوبر 1980.

1-2- عقود المستقبليات لزيت نواة النخيل الخام: تم طرح هذه العقود في فيفري2004.

2- عقود المستقبليات الملكية: تم طرح عقود المستقبليات لمؤشر كوالالمبور المركب في عام1995، وتم تداولها إستناداً إلى مؤشر كوالالمبور المركب الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية.

3- عقود المستقبليات المالية: تتكون هذه العقود من:

3-1- عقود المستقبليات لمعدلات الإقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاث أشهر، وطرحت هذه العقود في ماي2004.

3-2- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات، طرحت في سبتمبر 2003.

3-3- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات، طرحت في مارس2002.

3-4- عقود المستقبليات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشر سنوات، طرحت في سبتمبر 2003.

ثانيا:عقود الخيارات.

تتمثل هذه العقود في عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب، وتم طرح هذه العقود في ديسمبر 2000.

---

[1]- نورين بومدين، **صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية**، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية ، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، 2015/2014، ص: 226.

[2]- محمد غزال، **مرجع سابق**، ص:167.

المطلب الخامس: الجهات الرقابية في سوق رأس المال الماليزي.

عملت الحكومة الماليزية على تشكيل الجهات الرقابية لسوق رأس المال الماليزي التقليدي أو الإسلامي وخضوعه لجهات رقابية محددة، وتتمثل هذه الجهات في:

الفرع الأول: الجهة العليا لسوق رأس المال في ماليزيا.

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة العليا لسوق رأس المال في ماليزيا، وعليه سنتطرق إلى تعريفها وأهم الوظائف التي تقوم بها.

أولا: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية SC هي الجهة الرقابية الوحيدة لسوق رأس المال الماليزي والتي ترتبط بوزارة المالية الماليزية مباشرة، وتم تأسيس هذه الهيئة في 1 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام1993 (Secrurities Commission Act)، وهى هيئة دستورية ذاتية التمويل تتمتع بسلطات التحقيق و التنفيذ.[1]

ثانيا: وظائف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

من أهم الوظائف الرئيسية لهيئة الأوراق المالية الماليزية مايلي:[2]

1- الرقابة والإشراف على أنشطة سوق رأس المال الماليزي وتدعيمها.
2- الإشراف على السجلات في تسجيل نشرة الإكتتاب (Prospectus) لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
3- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة، والإيداع المركزي.
4- إصدار السندات الشركات (Corporate Bonds).
5- الرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الإستثمار، والشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والإندماجات للشركات في ماليزيا.

[1]- هيئة الأوراق المالية الماليزية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: https://www.sc.com ، تاريخ الإطلاع: 02 ماي 2018.

[2]- وظائف هيئة الأوراق الماليزية، متوفرة على الموقع الإلكتروني: https://www.sc.com.my/about-us/what-we-do/ ، تاريخ الإطلاع: 02 ماي2018 .

6- الرقابة والإشراف على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبليات، والخيارات.

7- العمل على توفير كافة المعلومات المتعلقة بسوق رأس المال مع نشر الوعي الإستثماري للمستثمرين.

8- حماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات والتشريعات والأنظمة المتعددة.

9- تقديم النصيحة إلى وزارة المالية الماليزية فيما يخص قطاع سوق رأس المال، وتطوير أسواق الأوراق المالية على المستوى المحلي والعالمي.

الفرع الثاني: الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال في ماليزيا.

هناك مجموعة من الجهات الفرعية التي تساعد هيئة الأوراق المالية الماليزية على تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا. وأهم هذه الفروع مايلي:

أولا: بورصة الأوراق المالية المحدودة(Bursa Malaysia Securities).

بورصة الأوراق المالية المحدودة هي مؤسسة منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية، كما أنها المسئولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة والمسماة نظام تأسيس الشركة، وأعضائها في شؤون الأوراق المالية. ومن بين وظائف هذه البورصة مايلي:

1- منع العمليات المحظورة المفضية إلى عدم إستقرار السوق، وذلك من خلال إصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها.

2- القيام بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونياً منذ 29 ماي1997، وتلتزم هذه البورصة بمصادقة وزير المالية، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام1983.

3- العمل على توفير رؤوس الأموال عبر تداول أسهم الشركات وفقاً لأحدث الطرق الفنية.[1]

[1]- نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص:94.

4- خضوع هذه البورصة إلى وزارة المالية الماليزية* وهيئة الأوراق المالية الماليزية**، وهذا لضمان إلتزام أنشطة الأسهم المتداولة فيها بالقوانين والتشريعات ذات الصلة بها.

ثانيا: بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة (Bursa Malaysia Securities Clearing).

بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة هي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، كما أنها توفر خدمات المقاصة لأعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لعام1983 ومن وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.[1]

ثالثا: بورصة الإيداع المحدودة (Bursa Malaysia Depository).

بورصة الإيداع المحدودة هي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم، وهذا النظام لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة وتسوية هذه الأسعار يكون من خلال الأنظمة الإلكترونية، ويسجل هذا التعامل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف بإسم (Central Depository System Account)، وتتم عملية التسجيل في الحساب بنظام الدفتر المسجل كما في نظام الإقراض والإقتراض في حساب التوفير. وهذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات ورقابة الأمور المتعلقة بشؤون المعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفقاً للقوانين المنظمة.[2]

المبحث الثاني: سوق المال الإسلامي في ماليزيا.

يعد سوق المال الإسلامي في ماليزيا نمطا جديدا للتعامل مقارنة مع سوق المال التقليدي بالرغم من خضوعه للهيئة الرقابية ذاتها التي يخضع إليها السوق التقليدي، حيث أنه يعمل على تقديم فرص

* وزارة المالية الماليزية هي المسؤولة عن الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة.

** هيئة الأوراق المالية الماليزية هي المسؤولة بصفة مباشرة على رقابة كافة الأنشطة اليومية للبورصة الماليزية.

[1]- بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدودة، متوفرة على الرابط:

http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/rules/bursa-malaysia-rules/securities/rules-of-bursa-malaysia-securities-clearing، تاريخ الإطلاع:2018/05/02.

[2]- محمد غزال، **مرجع سابق**، ص:177.

التمويل والإستثمار المتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين المسلمين وغيرهم من خلال تطبيق أحكام الشريعة تطبيقا تاما.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق المال الإسلامي في ماليزيا.

تعود نشأة أنشطة الإستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل السيتينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر1962 والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، والذي بدأ تطبيقه 1 أفريل 1983 عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.[1] وقد تم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 1جويلية1983 ، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي إنطلق العمل به في 4 مارس1993[2].

وفي سنة 1992 أدرج المصرف الإسلامي في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا، وتم تأسيس أول شركة تكافل في سنة1984 وأدرجت هذه الأخيرة في القائمة الرئيسية لبورصة ماليزيا وذلك في جويلية1996 ، كل هذا ساعد على التطور السريع في قطاعي المصارف الإسلامية والتكافل وساهم في خلق سوق رأس المال الإسلامي، أما في العشرية الأولى من الألفية الثالثة تم صياغة خطة إستراتيجية من قبل الحكومة الماليزية لتنمية سوق رأس المال الإسلامي تتضمن التوصيات والمبادرات الضرورية لذلك، إضافة إلى المخطط الإقتصادي الماليزي التاسع والميزانيات السنوية إبتداءا من سنة 2000 حتى سنة2014 وكل هذه الأمور كان الغرض منها هو تنمية سوق رأس المال الإسلامي، وفي نفس الفترة تم تأسيس العديد من المؤسسات المالية الإسلامية وكذا إصدار أوراق مالية إسلامية، وتداولها في السوق الثانوية في جانفي2001.[3]

---

[1]– العياشي زرزار، **ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية (تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا)**، مجلة بيت المشورة، العدد الثالث، قطر، 2015، ص: 30.

[2]– أسامة محمد أحمد الفولي، **تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي**، مجلة المسلم المعاصر، العدد الثامن وثمانون1998، ص: 24.

[3]– نوال بن عمارة، نورة بومدين، **تطور أداء السوق المالي الماليزي في ضوء التوجه نحو المالية الإسلامية دراسة تحليلية للفترة2000–2014**، مداخلة مقدمة للمؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955– سكيكدة، 17–18 نوفمبر2015، ص:16.

المطلب الثاني: أقسام سوق المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر ماليزيا واحدة من الدول التي تعمل وفق النظام المالي المزدوج، حيث يتكون سوق المال الإسلامي من سوق المال بين المصارف وسوق رأس المال الإسلامي.

الفرع الأول: سوق المال بين المصارف في ماليزيا.

طرحت فكرة إنشاء سوق المال الإسلامي بين المصارف في سنة 1994 كحل قصير الأجل يهدف إلى توفير مصدر جاهز لتمويل الإستثمارات قصيرة الأجل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وقد أصدر بنك نيجارا ماليزيا (BNM) بعض المبادئ التوجيهية التي تتعلق بسوق النقد الإسلامي بين المصارف في18 ديسمبر 1993 بهدف تسهيل نشأة السوق على نحو لائق وصحيح.

يتم تداول إثني عشر نوع مختلف من الأوراق المالية في سوق مابين البنوك لرؤوس الأموال القصيرة تتمثل أهم هذه الأنواع في: الإستثمار من خلال المضاربة بين المصارف (MII)، الإصدارات الإستثمارية الحكومية (GII)، صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول (BNMN– i)، إتفاقيات البيع وإعادة الشراء (SBBA)، سندات كاجاماس للمضاربة (SMC)، الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB)، السندات المالية الإسلامية القابلة للتداول (INI)، سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS).[1]

الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يعمل سوق المال الإسلامي على إدارة السيولة في النظام المالي الإسلامي من خلال العمليات التي يقوم بها، وهذا من أجل ضمان بقاء المؤسسات المالية والإسلامية على المدى الطويل في ساحة السوق المالية.

أولا: نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

التطور الفعلي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل ام.دي.اس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في

[1]– نوال بن عمارة ، نورة بومدين، **مرجع سابق**، ص ص: 8–9.

السوق المحلي في1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وإتساعه.[1]

أما في عام 1994 قامت وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية بإتخاذ إجراءات معينة تتمثل في تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي*، بالإضافة إلى اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام1994 وبعد عام تحولت إلى اللجنة الإستشارية الشرعية.

وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة هامة وجوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الإستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق الماليزية وقد ساهمت هذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال:[2]

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال النداوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

كما يمكن تلخيص أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال الجدول الآتي:

[1]– عدنان محمد بن الضيف، **مرجع سابق**، ص:178.

* كان معروف سابقا بوحدة سوق رأس المال الإسلامي وهو يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما تتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

[2]– نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص: 101.

جدول رقم(10): أهم المحطات التاريخية لتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

السنة	المعالم
1990	إصدار ولأول مرة سندات خاصة من طرف shell MDS sdn bhd.
1993	تأسيس أول صندوق أسهم إستثماري إسلامي Arab Malaysian Tadung Ittikl.
1994	تأسيس أول شركة سمسرة إسلامية لتجارة الأسهم من طرف BIMB Securities sdn bhd.
1995	هيئة الأوراق المالية تؤسس وحدة سوق رأس المال الإسلامي.
1996	تأسيس المجلس الإستشاري الشرعي من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.
1997	أصدرت khazanah Nasional bhd سندات khazanah Murabah بكبون يساوي الصفر وهذه السندات قائمة على أساس المرابحة وبيع الدين، حيث قامت هيئة الأوراق المالية بمعية المجلس الإستشاري الشرعي بوضع قائمة رئيسية لأسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة القائمة ويتم تحديثها مرتين في السنة في كل من شهري أفريل وأكتوبر.
1999	بورصة ماليزيا أطلقت ثاني مؤشر أسهم إسلامي(مؤشر كوالالمبور الإسلامي المؤشر يضم كافة أسهم الشركات الشرعية المدرجة في القائمة الرئيسية في بورصة ماليزيا).
2000	فرضت هيئة الأوراق المالية مصدري السندات الإسلامية شرط إشتراك المستشارين المستقليين الشرعيين على النحو المنصوص عليه في المبادئ التوجيهية بشأن طرح سندات الدين الخاصة. أطلق الصندوق الإستثماري (RHB Management bhd) أول صندوق سندات إستثمارية إسلامي. أطلقت هيئة الأوراق المالية الماليزية قسم مخصص لسوق المال الإسلامي على موقعها الإلكتروني.
2001	تم إطلاق المخطط الرئيسي لسوق المال(Maser plan 1) بإعتبار ماليزيا مركز سوق رأس مال دولي إسلامي.
2002	قامت Kumpulan Guthrie بطرح صكوك إجارة قدرت ب150 مليون دولار أمريكي، أول إصدار سندات لشركات عالمية أدرجت الصكوك على مستوى بورصة لابوان الخارجية.
2003	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام2003 بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية، إستنادا إلى مبادئ الشريعة الإسلامية في الإجارة ، المضاربة و المشاركة.
2004	سمحت الحكومة الماليزية في ميزانيتها لعام2004 بخصم الضرائب لمدة 5 سنوات على النفقات التي تتكبدها في إصدار السندات الإسلامية على أساس مبدأ الشريعة الإسلامية في الإستصناع.
2005	أصدر البنك العالمي سندات إسلامية قدرت ب760 مليون رنغت ماليزي. إصدار أول إستثمار إسلامي عقاري.
2008	وضعت الحكومة الماليزية في ميزانيتها العامة حوافز عديدة لتسهيل إنشاء صناديق إستثمار إسلامية من جهات أجنبية.
2010	إطلاق المخطط الرئيسي الثاني لسوق المال (Maser plan 2) للفترة الممتدة من 2010-2020، بعد أن تم تحقيق 95% من الأهداف المسطرة في Maser plan 1
2011	في 21 فيفري تم إطلاق مؤشر بورصة ماليزيا (إيه أي بي أي أم) السيادي الشرعي بالتعاون بين بورصة ماليزيا ورابطة المؤسسات الإسلامية المصرفية لماليزيا، يعتبر هذا المؤشر معيارا مرجعيا لإستثمارات السندات الإسلامية السيادية في ماليزيا، كما يعتبر مقياسا أيضا لأداء الأوراق المالية الحكومية المقومة بالرينغت الماليزي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

المصدر: نورة بومدين، **الأسواق المالية في الدول الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل- دراسة تجربة السوق المالي الماليزي**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية، تخصص: مالية وإقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر،2012/2011، ص:116.

من خلال الجدول أعلاه يتبين لنا بأن الحكومة الماليزية تسعى لتطوير سوق رأس المال وإزدهاره في الفترة الممتدة من 1990 إلى غاية2011، وذلك من خلال الحوافز المقدمة من طرفها كتخفيض الضرائب على النفقات، وكل ذلك أسهم في زيادة إصدار السندات والمؤشرات والصناديق الإستثمارية، كما أنها عملت على وضع خطط مستقبلية لسوق رأس المال.

ثانيا: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بأنه" ذلك السوق الذي تكون فيه جميع المعاملات بطريقة لا تؤدي إلى التناقض مع المعتقدات والأحكام الشرعية، حيث يعتمد هذا السوق بشكل كبير على القوانين الشرعية في تداولاتها المالية بهدف تحقيق الإنعدام التام في التعامل بالأنشطة المحرمة كالربا والغرر وغيرها."[1]

المطلب الثالث: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يختلف سوق رأس المال الإسلامي إختلافاً تاماً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب عدة، نذكرها فيمايلي:[2]

- **الإشراف والرقابة الشرعية:** تعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الإستشارية الشرعية بهدف التأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها إلتزاماً تاماً.
- **خلو العمليات والخدمات من المحظورات الشرعية:** يتميز سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي بهذه الخاصية، ومن أهم معالمه هو إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذا أو عطاء خاصة في مجال تداول الأوراق المالية إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيوع الغرر، الميسر، حيث يتم إستبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

---

[1]- مرعى على ضو، نصر صالح ابوبكر، عبد السلام معمر شندولة، **أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية " سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجا**"، مجلة العلوم الإقتصادية والسياسية، العدد الخامس، الجامعة الأسمرية الإسلامية، تونس، جويلية 2015، ص:79.

[2]- العياشي زرزار ، **مرجع سابق**، ص ص33-34.

- **الإلتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:** تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق.

المطلب الرابع: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

من بين الأدوات المتداولة في سوق رأس المال في ماليزيا مايلي:

الفرع الأول: أدوات الملكية.

تتمثل أدوات الملكية في الأدوات ولاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية وصناديق الإستثمار، ومن بين أهم تلك الأدوات مايلي:

أولا: الأسهم.

تشمل الأسهم في سوق رأس المال الماليزي مايلي:

1- **الأسهم العادية:** قامت اللجنة الإستشارية الشرعية بطرح الأسهم العادية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ضمن قائمة سوق الأوراق المالية الماليزية في جوان1997 لأول مرة.[1]

2- **شهادات الشراء من الأسهم الموجودة:** إضافة إلى ماسبق فإنه من الجدير بالذكر أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية والقائمة المتداولة في البورصة الماليزية، وكل ما يتعلق بالمال فله قيمة مالية ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي، ومن بين الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي مايلي:

- يجب على البائع والمشتري الإلتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.
- أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أقرتها اللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
- أن يكون سعرها محدداً مسبقاً ومعلوم للإبتعاد عن عنصر الغرر.

[1]– Werner Ende, Udo steinbach , **Islamic in the world today: a handbook of politics, religion, culture, and society**, cornell university press, 2010, p187.

3- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة: إضافة إلى مسبق فقد إعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في إجتماعها الرابع في سنة1995 ، بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من المنظور الإسلامي بشرط أن تكون هذه الأسهم الأصلية هى الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.[1]

ثانيا: صناديق الإستثمار الإسلامية.

تعرف صناديق الإستثمار على بأنها عبارة عن محفظة إستثمارية مشتركة يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية، وبمبالغ قليلة بالإشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى بالوحدة ويتم تقييم هذه الوحدة دورياً.[2]

وتعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية نوع من أنواع أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي لأنها تتيح الفرصة لصغار المستثمرين المسلمين في ماليزيا للإستثمار، ويتم الإستثمار فيها من خلال الأسهم والصكوك المتوافقة مع أحكام الشريعة حيث توجد عدة أنواع من صناديق الإستثمار في سوق رأس المال الإسلامي منها:

- صناديق الإستثمار في الأسهم الإسلامية.
- صناديق السندات (الصكوك) الإسلامية.
- صناديق المؤشرات الإسلامية وبعض الصناديق الأخرى المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث طبيعة عملها ومختلف أدواتها.

وقد تم إنشاء أول صندوق للإستثمار الإسلامي في سنة1992،[3] وتمحورت أهدافه الأساسية في إستثمار الأسهم الشرعية التي عرفت تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة، وهذا ما ساهم في تزايد هذه الصناديق ونموها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، كما أصدرت هيئة الأوراق المالية في سنة1997 ضوابط توجه وتحكم عمل هذه الصناديق الإستثمارية الإسلامية.

---

[1]- عدنان محمد بن الضيف، **مرجع سابق**، ص:175.

[2]- قاسم نايف علوان، **إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص216.

[3]- محمد نور الدين غامدن، **تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية**، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، مركز الملك فهد للمؤتمرات الفندق القاري بالرياض، 25 أكتوبر2008، ص: 29.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية.

تتنوع وتتعدد الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث تعرف هذه الصكوك بأنها صكوك تصدر وفقاً لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية التي أقرتها اللجنة الإستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

وعموما يمكن أن نصنف الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى ثلاث أنواع:

أولا: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة.

1- **صكوك المضاربة:** هذه الصكوك لم يعط لها تعريف صريح ماعدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.[1] وتم إصدار أول صكوك للمضاربة في ماليزيا في سنة2005 وقد تم إصدارها من طرف PG Municipal BND.

2- **صكوك المشاركة:** لا يوجد تعريف لصكوك المشاركة في التجربة الماليزية إلا أن هيئة الأوراق المالية عرفت عقد المشاركة على أنها عبارة عن عقد شراكة بين طرفين أو أكثر لتمويل مشاريع قائمة على المضاربة بين كل الأطراف على شكل مساهمة في رأس المال، وتكون هذه المساهمة إما في شكل تدفق حاضر أو لأجل وهذا بهدف تمويل مشاريعهم المضاربية، وأي ربح ينشأ من طرف المصدر على شكل مضاربة يوزع على أساس قاعدة المشاركة في رأس المال أي تقاسم الأرباح والخسائر كلا حسب مساهمته.[2]

3- **صكوك الوكالة بالإستثمار:** عرف بنك نيجارا الماليزي صكوك الوكالة بالإستثمار بأنها عقد ينص على توكيل طرف لطرف آخر تنفيذ مهمة معينة، وفي السياق الحالي للتمويل الإسلامي يعين العملاء عادة مؤسسة مالية وكيلا خاصا له لإجراء المعاملة، وفي المقابل تتلقى المؤسسة المالية

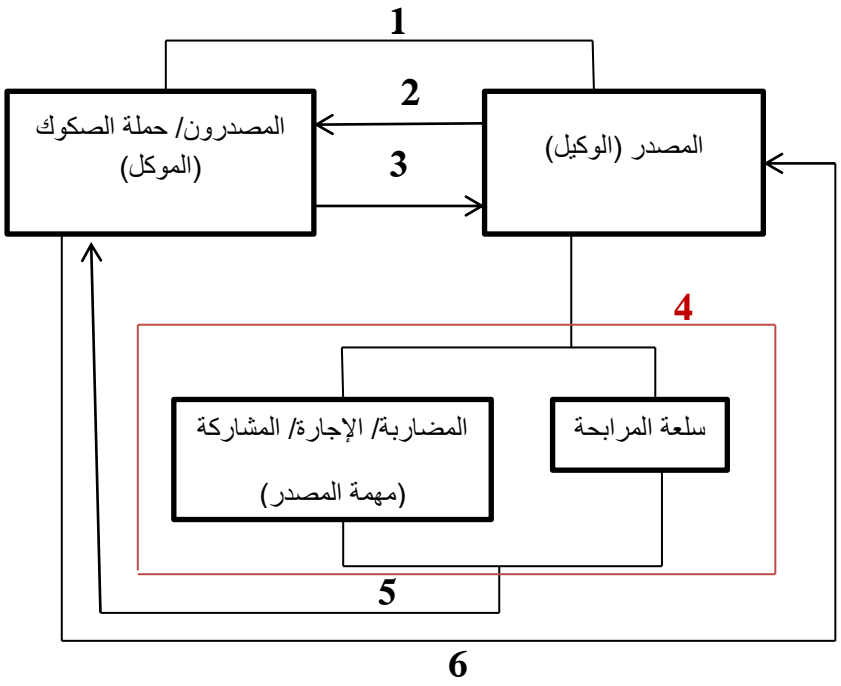
[1]- عدنان محمد بن الضيف، **مرجع سابق**، ص: 206.

[2]- عبد الحميد فيجل، **مرجع سابق**، ص: 213.

رسوم الخدمة.[1] وقد كان أول إصدار لصكوك الوكالة بالإستثمار سنة2011 من طرف غولف للإستثمار.[2]

ويمكن توضيح خطوات الإصدار في الشكل التالي:

الشكل رقم (4): مراحل إصدار صكوك الإستثمار بالوكالة في ماليزيا.



Source: Md Nurdin Ngadimon, **How Sukuk Works: Introduction, Structuring and its evalution, part 2, non page.**

وتتم مراحل إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار في ماليزيا كمايلي:

1- إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل).

2- إصدار صكوك الوكالة بالإستثمار من الوكيل إلى الموكل (حامل الصك).

3- يدفع الموكل عائدات الصك إلى الوكيل.

4- البدأ بنشاط الإستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر.

5- حصول المستثمرين على أرباح.

6- شراء المشروع من طرف المصدر عند تاريخ الإستحقاق.

[1]-Securities Commission Malaysia, Annual report,2011, p:3-4.

[2]-Bank Negara Malaysia, **SHARIAH Resolution in Islamic in finance**, Second Edition, October 2010, p:10.

7- تعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي).

ثانيا: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع.

تتمثل الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع فيمايلي:

1- صكوك المرابحة وصكوك البيع بثمن آجل: تعرف هذه الصكوك في التجربة الماليزية بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها، وإصدارها على أساس عقد البيع بالثمن الآجل أو المرابحة، وقد بدأ التعامل بهذه الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في مارس1994.[1]

وتختلف صكوك البيع بثمن آجل عن صكوك المرابحة من حيث آجال الإستثمار ومدة إستحقاق تلك الصكوك، حيث يكون إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل للإستثمارات التي يكون فيها الأجل طويل (من 5 سنوات فما فوق)، أما إصدار صكوك المرابحة للإستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل ومدة إستحقاقها من 3 أشهر إلى سنة تقريبيا.[2]

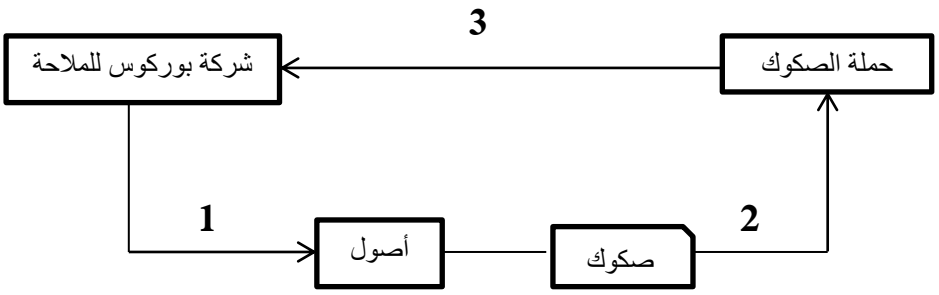
ويمكن توضيح خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة في الشكل التالي:

[1]- عدنان محمد بن الضيف، **مرجع سابق**، ص: 192.

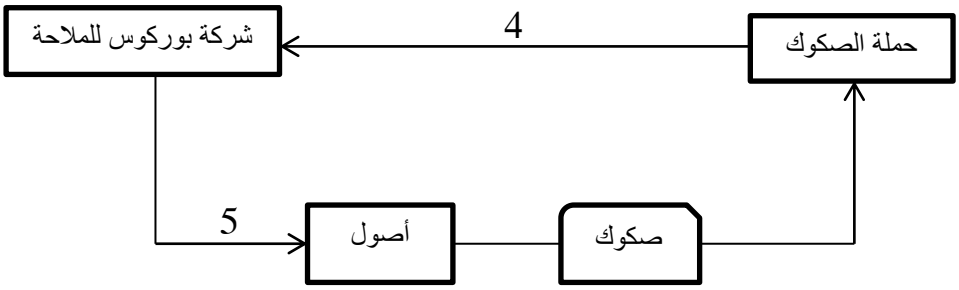
[2]- عبد الحميد فيجل، **مرجع سابق**، ص: 218.

شكل رقم (5): خطوات إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك المرابحة.

البيع الأول والشراء من طرف " شركة بوركوس".



البيع الثاني والشراء من طرف حملة الصكوك لشركة "بوركس".



المصدر: محمد غزال، **مرجع سابق**، ص:209.

وتتم آلية إصدار صكوك المرابحة أو البيع بثمن آجل حسب الخطوات التالية:[1]

1 – تقوم شركة بوركوس للملاحة بمعاينة الأصول التي ستحوزها من قبل حملة الصكوك (المكتتبون).

2 – تصدر شركة بوركوس للملاحة صكوك المرابحة أو البيع بثمن آجل وبيعها لحملة الصكوك بإعتبارها إثبات دين، وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للصكوك.

3 – يدفع حملة الصكوك ثمن الأصول نقدا لشركة بوركوس للملاحة.

4 يتعهد حملة الصكوك ببيع الأصول مرة ثانية إلى الجهة المصدرة (شركة بوركوس) بثمن أعلى من الثمن الأول على شكل أقساط مؤجلة أو عبر دفعة واحدة وذلك حسب الإتفاق المبرم مسبقا.

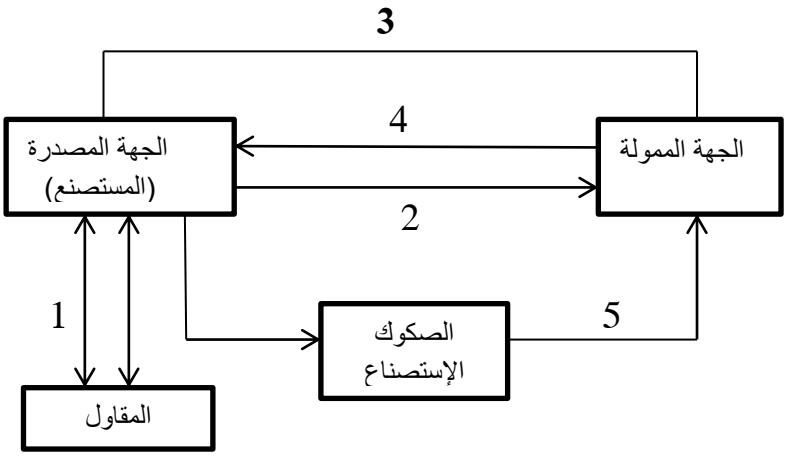
5 – تقوم شركة بوركوس بإعادة شراء الصكوك المتداولة (الأصول) في السوق الثانوية بثمن البيع الأعلى.

[1]– جعفر صفر الدين سحاسورياني، **مرجع سابق**، ص: 115.

2- صكوك الإستصناع: لا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الإستصناع فقط، فقد عرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب مشتري العين من البائع أو المقاول بتسليمه وفقا لمواصفات معينة تم الإتفاق عليها وسعر وتاريخ محددين، ولا يشترط في بيع الإستصناع الدفع المسبق عند العقد، كما أنه يشترط أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلا بتنفيذ العمل المطلوب إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو جزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.[1] ويعود أول إصدار لهذه الصكوك في ماليزيا إلى سنة2003 من قبل SKS Power SDN bhd.

ويتم توضيح خطوات إصدار صكوك الإستصناع في الشكل الموالي:

شكل رقم (6): خطوات إصدار صكوك الإستصناع في ماليزيا.



المصدر: جعفر صفر الدين سحاسورياني، **مرجع سابق**، ص: 124.

ويتم إصدار صكوك الإستصناع وفق الخطوات الآتية:[2]

1- يتم إبرام عقد الإستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) و المقاول (الصانع) على شئ موصوف، مثلا بناء مشر وع معين(المصنوع) وذلك بعد الإتفاق بين الجهة المصدرة و الجهة الممولة على تمويل إنجاز المشروع وفق عقد الإستصناع.

2- تبيع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا.

[1]- نبيل خليل طه سمور، **مرجع سابق**، ص157.

[2]- جعفر صفر الدين سحاسورياني ، **مرجع سابق**، ص:117.

3- تدفع الجهة الممولة المبلغ فورا إلى الجهة المصدرة.

4- تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع الأصول(المصنوع) للجهة المصدرة بالثمن الأول مع زيادة ربح معلوم يتم دفعه على دفعة واحدة أو على أقساط حسب مراحل تصنيع المشروع.

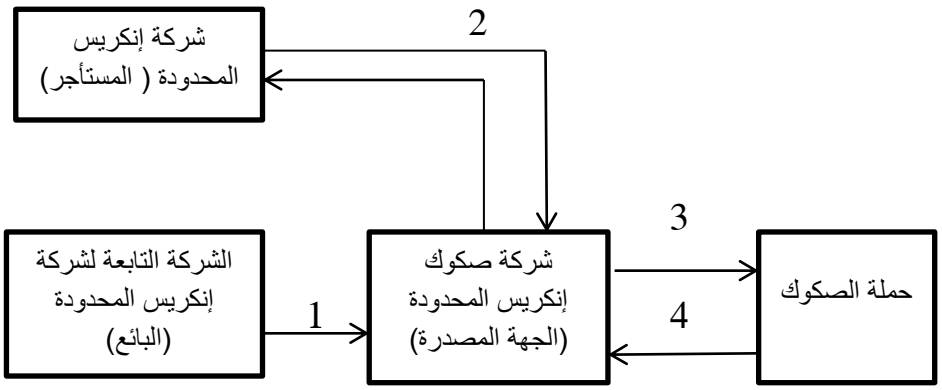
5- تصدر الجهة المصدرة صكوك الإستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على حملة الصكوك.

ثالثا: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الإجارة.

حسب اللجنة الإستشارية الشرعية فإن صكوك الإجارة هى الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة و التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها، وكانت التجربة الماليزية توفر تطبيق إصدار صكوك الإجارة على المستوى العالمي مثل الصكوك الدولية الماليزية (Malaysia Global Sukuk)، والصكوك الحكومية الباكستانية (Pakistan Gouverment sukuk).

وقد كان أول صدور لصكوك الإجارة في ماليزيا في 3 جويلية 2002 عندما قامت الحكومة الماليزية بإصدار صكوك الإجارة تعرف بالصكوك الدولية الماليزية (MGS) وتم تداولها في بورصة لابوان.

الشكل رقم (7): خطوات إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا.



المصدر: جعفر صفر الدين سحاسورياني ، **مرجع سابق**، ص:124.

ويمكن شرح خطوات معاملة صكوك الإجارة في ماليزيا كمايلي:[1]

1- تبيع الشركة التابعة لشركة إنكريس المحدودة (البائع) أصولها إلى شركة صكوك إنكريس المحدودة (ISB) بقيمة معينة.
2- تقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة صكوك إنكريس المحدودة لمدة معينة بدفع الأجرة بصفة نصف سنوية، وذلك من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجرة.
3- لتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة إنكريس المحدودة، فتصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لإستفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
4- يدفع المستثمرون (حملة الصكوك) دفعة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة، وفي تاريخ الإستحقاق تقوم شركة صكوك إنكريس المحدودة (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة إنكريس المحدودة.

المطلب الخامس: دور هيئة سوق رأس المال الماليزي في تطوير سوق المال الإسلامي في ماليزيا.

عملت الحكومة الماليزية وهيئة الأوراق الماليزية على تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال إتباعها لمجموعة من الإستراتيجيات، ومن بين هذه الإستراتيجيات مايلي:[2]

- تقوم اللجنة الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يخص المعاملات التي تتم في السوق، والتأكد من أن هذه المعاملات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- التخطيط لجعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي، وذلك من خلال الخطة الرئيسية التي طرحتها هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001، والتي تضم ستة أهداف سميت بالخطة الشاملة وهي مبنية على رؤية للوضع الإستراتيجي والإتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي.

[1]- جعفر صفر الدين سحاسورياني ، **مرجع سابق**، ص:124.
[2]- العياشي زرزار، **مرجع سابق**، ص ص: 38-39.

- تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي.
- العمل على توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.
- تلعب الهيئة دور هام في إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين، لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه.

المبحث الثالث: المقارنة بين الأدوات المالية التقليدية والأدوات المالية الإسلامية في ماليزيا.

يختلف سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي إختلافا تاما في جوانب متعددة، حيث تطور هذا السوق جنبا إلى جنب مع السوق التقليدي بفضل محاولات الحكومة الماليزية ليصبح مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي ويصبح هذا السوق بديلا من السوق التقليدي ونموذجا للمستثمرين.

ويتم في هذا المبحث التطرق إلى المقارنة بين الأدوات التقليدية والأدوات الإسلامية، وسنحاول تقييم التجربة الماليزية ومعرفة إيجابياتها وسلبياتها.

المطلب الأول: المقارنة بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية المتداولة في ماليزيا.

تعد الأسهم من بين الأدوات المالية مقبولة التطبيق بشكل كبير في ماليزيا، وقد تم إدارج هذه الأسهم في اللوحة الرئيسية للبورصة الماليزية حيث تمثل الأسهم الإسلامية 85% مقارنة بالأسهم المطروحة في السوق، وهذا يعني أنها تحوز أكثر من ثلثي القيمة السوقية في السوق الماليزي.

وحتى نستطيع المقارنة بينهما لابدا من توضيح تطورها في البورصة الماليزية ما بين الفترة (2001-2004) في الجدول التالي:

الجدول رقم (11): تطور الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية في البورصة الماليزية في الفترة (2001-2017).

الأسهم / السنوات	عدد الأسهم الإسلامية	عدد الأسهم التقليدية	عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا	نسبة الأسهم الإسلامية
2001	640	180	820	78%
2002	684	171	855	%80
2003	722	169	891	%81
2004	787	162	949	%83
2005	857	154	1011	%85
2006	886	143	1029	%86.1
2007	853	138	991	%86
2008	855	125	980	%87
2009	846	113	959	%88
2010	846	115	961	%88
2011	839	107	946	%89
2012	817	106	923	%89
2013	650	261	911	%71.4
2014	673	233	906	%74.3
2015	667	236	903	%73.9
2016	671	233	904	%74.2
2017	688	215	903	%76.2

المصدر: أنظر - سناء نزار، **مرجع سابق**، ص: 175.

Securities commission Malaysia, Annual Report:(2015,p:171), (2017, p:158).

تبعا لما ورد في الجدول يمكن ملاحظة التطورات التي مرت بها الأسهم المتداولة في سوق رأس المال الماليزي، والمقارنة بين الأسهم التقليدية والأسهم الإسلامية خلال الفترة المدروسة (2001-2017) حيث تميزت هذه الفترة بمايلي:

1- **المرحلة الأولى الممتدة مابين(2001-2006)**: تميزت هذه الفترة ب:

- حدوث زيادة مستمرة ومتتالية في عدد الأسهم الإسلامية، حيث بلغ عددها 886 سهم في سنة 2006 وهى قيمة الذروة المسجلة خلال فترة (2001-2014).
- تناقص مستمر في عدد الأسهم التقليدية من 180 سهم في سنة 2001 إلى 143سهم في سنة2006 .
- تزايد مستمر في عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا، حيث بلغ عدد الأسهم 820 سهم في سنة 2001 إلى أن تزايد ليصبح عددها 1029 سهم في سنة 2006.

ومنه يمكن القول بأن الأسهم الإسلامية لها تأثير كبير مقارنة بالأسهم الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي، حيث نلاحظ أن الأسهم الإسلامية تزايدت خلال هذه الفترة من 78% في سنة 2001 إلى 86.1 % سنة 2006.

ويفسر إرتفاع عدد الأسهم الإسلامية مقارنة بالأسهم التقليدية إلى تزايد الوعي بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وإهتمام الدولة الماليزية وتشجيعها للإقتصاد الإسلامي، وكل هذا ساهم في إرتفاع مستوى الثقة لدى المستثمرين المسلمين.

2- **المرحلة الثانية الممتدة ما بين (2007-2014)**: شهدت هذه الفترة مايلي:

- إنخفاض في عدد الأسهم الإسلامية، حيث إنخفضت إنخفاض شديد من 853 سهم في سنة 2007 إلى 673 سهم في سنة 2014.
- إنخفضت أيضا عدد الأسهم التقليدية من 138 سهم في سنة 2007 إلى 106 سهم في سنة 2014.
- حدوث إنخفاض في عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا من 991 سهم في سنة 2007 إلى 906 سهم في سنة 2014.
- شهدت نسبة الأسهم الإسلامية تذبذب بسيط من سنة 2007 إلى سنة 2014.

ويرجع السبب في إنخفاض عدد الأسهم التقليدية والإسلامية في الفترة ما بين 2007-2014 إلى الإضطرابات الإقتصادية العالمية بسبب ما يعرف بالأزمة المالية العالمية 2008، والتي أثرت بدورها على معظم أسواق المال في العالم من بينها سوق رأس المال الماليزي.

3- **المرحلة الثالثة الممتدة ما بين (2015-2017):** شهدت هذه الفترة مايلي:

- زيادة مستمرة في عدد الأسهم الإسلامية حيث بلغ عددها667 سهم سنة2015 ليصل إلى688 سهم في سنة2017.
- إنخفاض مستمر في الأسهم التقليدية من 236 سهم في سنة2015 إلى215 سهم سنة2017.
- ثبات نسبي في عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة الممتدة من2015 إلى غاية2017.

ومن خلال ماسبق نستنتج أن الأسهم الإسلامية تحتل الصدارة الأولى مقارنة بالأسهم التقليدية، حيث لوحظ بأن الأسهم الإسلامية تزايدت خلال هذه الفترة من73.9% في سنة2015 لتصل إلى76.1% في سنة2017، ويفسر سبب هذه الزيادة إلى إهتمام الدولة ككل وخاصة هيئة الأوراق المالية بتشجيع الإقتصاد الإسلامي، بالإضافة إلى زيادة الوعي لدى المتعاملين في هذا النوع من الأسهم.

المطلب الثاني: المقارنة بين السندات التقليدية والصكوك الإسلامية.

شهدت الصكوك الإسلامية في ماليزيا تطورا كبيرا منذ ظهورها وخاصة بعد حدوث أزمة الرهن العقاري في2008، وفي هذا العنصر سيتم المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات كمايلي:

جدول رقم(12): تطور إصدار الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في الفترة 2001-2017.

الصكوك / السنوات	الصكوك الإسلامية		السندات التقليدية		إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية
	العدد	النسبة	العدد	النسبة	العدد
2001	-	43.8%	-	56.2%	-
2002	34	31%	137	69%	171
2003	31	25%	87	75%	118
2004	49	31.69%	75	68.31%	124
2005	77	72.4%	49	28.6%	126
2006	64	55.4%	52	44.6%	116
2007	59	76.4%	61	23.6%	120
2008	47	30.9%	52	69.1%	99
2009	11	59.1%	23	40.9%	34
2010	21	63.4%	31	36.6%	52
2011	44	70%	41	30%	85
2012	41	68.6%	40	31.2%	81
2013	49	67%	39	33%	88
2014	-	53.4%	-	46.6%	-
2015	-	43.6%	-	56.4%	-
2016	-	53.8%	-	46.2%	-
2017	-	53%	-	47%	-

المصدر: أنظر: - محمد غزال، **مرجع سابق**، ص:260.

-Securities commission Malaysia Annual Report:(2013,p:135), (2015,p:169),(2017,p157).

من خلال الجدول يمكن ملاحظة تطور إصدار الصكوك التقليدية (السندات) والصكوك الإسلامية من مجموع الأوراق المالية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2017 ، حيث تميزت هذه الفترة بمايلي:

1- المرحلة الأولى (2001-2004) : اتسمت هذه الفترة بتذبذب في إصدار الصكوك الإسلامية التي لم تتعدى 50% من مجمل الأوراق المالية مقارنة بالسندات التقليدية التي كانت نسبتها 68.31% في سنة 2004. ويفسر سبب إنخفاض الصكوك في هذه المرحلة هو أن معظم هذه الصكوك كانت تصدر وفق صيغة البيع بثمن الآجل وصكوك المرابحة.

2- **المرحلة الثانية (2005-2009):** تميزت هذه الفترة بتطور ملحوظ في إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية، حيث بلغت ذروتها في سنة 2007 لتصل إلى 76 من إجمالي إصدارات الأوراق المالية ويعود السبب في التطور هو ظهور أنواع جديدة من الصكوك الإسلامية مثل صكوك المشاركة والإجارة والمضاربة، بالإضافة إلى صدور قرار الحكومة الماليزية بخصوص الإعفاء من الضرائب على الصكوك سنة2005، أما فيما يخص تراجع إصدارات السندات التقليدية خلال هذه الفترة هو تفضيل الحكومة والشركات للصكوك الإسلامية على السندات.

كما نلاحظ أيضا أنه بالرغم من تأثيرات الأزمة المالية العالمية 2008، إلا أن ماليزيا بقيت رائدة في مجال الصيرفة الإسلامية واستطاعت الصمود ومواجهة ذلك.

3- **المرحة الثالثة (2010-2013):** عرفت هذه الفترة بتراجع إصدارات الصكوك حيث وصلت في سنة 2012 إلى 68% مقارنة بالسندات التي وصلت إلى 67% في سنة2013، وعرفت هذه الفترة بسيطرة صكوك المشاركة والإجارة والمرابحة والصكوك المختلطة.

4- **المرحلة الرابعة (2014-2017):** شهدت هذه الفترة تذبذب في إصدار كل من الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية، حيث بلغ إصدار الصكوك الإسلامية في سنة2014 ما يقدر ب53.4 % لينخفض في سنة 2015 إلى 43.6 % ثم يعاود الإرتفاع ليصل إلى53 % في سنة2017، وبالرغم من ذلك إلا أن الصكوك الإسلامية هي الأكثر إصدارا مقارنة بالسندات التقليدية وهذا راجع إلى الإجراءات الإقتصادية والمالية التي تبعتها بعض العوامل التي ساعدتها في ذلك من بينها: [1]

- التطور السريع للنظام المالي الإسلامي في ماليزيا، والذي أفسح المجال أمام إندماجه في السوق العالمية.
- أصبح النظام المالي الإسلامي مكملاً للنظام المالي التقليدي.

[1]- سناء عبد الكريم الخناف، **الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية- التجربة الماليزية**، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد الثاني عشر، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، 2012، ص ص: 69،90.

- إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في كوالالمبور الذي كان هدفه هو وضع المعايير التنظيمية الدولية القائمة على خصائص ومخاطر مميزة للمؤسسات المصرفية الإسلامية، حيث يساهم في الإحتفاظ بقوة النظام المالي الإسلامي وإستقراره.

المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية.

بعد تناولنا لتجربة السوق المالي التقليدي وسوق المال الإسلامي في ماليزيا، ودراسة الأدوات المتداولة في كل منهما سنقوم بتقييم هذه التجربة وكذا معرفة نقاط ضعفها وقوتها.

الفرع الأول: إيجابيات التجربة الماليزية في سوق المال.

أصبحت التجربة الماليزية في الوقت الراهن محل دراسة و إهتمام من طرف الإقتصاديين والدارسين في مختلف العالم وهذا راجع إلى المميزات والخصائص التي تتمتع بها هذه التجربة، ومن بين هذه المميزات:

- النجاح في ترويج المنتجات الإسلامية كالصكوك مثلا، وإعتبارها سفيرة فوق العادة عن التمويل الإسلامي في الغرب.[1]
- تتميز سوق رأس المال الإسلامي بالإستقرار مقارنة مع السوق المالي التقليدي، حيث تنوعت بها الصكوك القائمة على المشاركة، والإجارة، المضاربة...[2]
- إحتلال ماليزيا الصدارة الأولى في إصدار الصكوك الإسلامية وتطويرها وتنويعها للأدوات المالية، كما أن ماليزيا دخلت كعضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة كمجلس الخدمات المالية الإسلامية مقرها كوالالمبور، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين.[3]
- ساهم ضمان شفافية السوق المالية في جعل الحصول على المعلومات المطلوبة لإنتقاء الأوراق المالية المناسبة غير مكلف ماديا ولا يتطلب الوقت، وقد وضع البنك المركزي الماليزي نظاما آليا وشاملا للإصدارات والمناقصات منذ عام1996 وهذا لضمان الشفافية الكاملة لعمليات الإصدار

[1]– محمد الأمين ولد علي، **التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية**، دار ابن حزم للنشر والتوزيع، لبنان،2011، ص:155.

[2]– زياد جلال الدماغ، **الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن،2012، ص:258.

[3]– زكريا سلامة عيساوى شطناوي، **الأثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي**، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن،2009، ص:220.

والتداول، كما أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية نظاما للمتاجرة الإلكترونية لسوق السندات الماليزية في سنة2008.[1]

- النجاح في إقامة الإطار القانوني والتشريعي والإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق وإدارتها، كذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالميا.[2]

الفرع الثاني: سلبيات التجربة الماليزية في سوق المال.

على الرغم من نجاح التجربة الماليزية إلا أنها تكتنفها العديد من السلبيات من بينها مايلي:

- المنافسة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية أدى إلى إهمال الجانب الشرعي والنوعي والتركيز على الجانب الكمي فقط.[3]
- إعتماد بعض الصكوك الماليزية على عقد بيع العينة وبيع الدين المحرمتان شرعاً، وعليه فهي بحاجة إلى إستبعاد هذه العقود المحرمة شرعا ومن ثم تعزيز الجانب الشرعي في جميع مراحل الصكوك.[4]
- إختلاف هيئات الرقابة الشرعية بين أسواق رأس المال يصعب تطوير معايير موحدة مقبولة للجميع، وهذا ما يحد من تدويل بعض المنتجات المالية الإسلامية ويظهر بعض الشكوك في الدور الفعلى لهيئات الشرعية مما يضعف من مصداقيتها.[5]
- عدم كفاية تنمية رأس المال البشري في الصناعة المالية الإسلامية و ضعف الوعي المعرفي بالمبادئ الإسلامية أدى إلى إنخفاض مستوى الثقة بالأدوات المالية الإسلامية بشكل عام.[6]

---

[1]– أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، **إدارة السيولة في المصارف الإسلامية– دراسة تحليلية نقدية**، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة في الفترة 25–29 ديسمبر 2010، ص ص:14–15.

[2]– **مرجع سابق**، ص:155.

[3]- عبد الحميد فيجل، **مرجع سابق**، ص:64.

[4]– زياد جلال الدماغ، **مرجع سابق**، ص:258.

[5]– نورة بومدين، **مرجع سابق**، ص:140.

[6]- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، **مرجع سابق**، ص: 53.

خلاصة الفصل.

عرف السوق المالي في ماليزيا تطور ملحوظ بفضل التعامل بالأدوات المالية الإسلامية ألا وهى الصكوك الإسلامية، ولقد تم إستعراض مختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا السوق مع الإشارة إلى دور الرقابة الشرعية فيه، ومن النتائج المتوصل إليها مايلي:

- ✓ إن نجاح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لا يرتبط بجودة وكفاءة الإدارة فحسب بل يرتبط أيضا بالرقابة الشرعية.
- ✓ سوق رأس المال الماليزي هو سوق مزدوج أي فيه سوقين سوق تقليدي وسوق إسلامي.
- ✓ لماليزيا فضل الريادة في الإقدام على إقامة أول سوق نقدي إسلامي ووضع أول نظام إسلامي للمعاملات فيما بين البنوك موضع التنفيذ.
- ✓ عمل سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على تقديم البديل الشرعي لسوق رأس المال التقليدي من خلال توفيره لخدمات مالية إسلامية لجمهور المستثمرين المسلمين.
- ✓ بالرغم من إختلاف التعليمات والتشريعات الخاصة بكل من السوق التقليدي والسوق الإسلامي إلا أن سوق رأس المال الإسلامي غير مستقل عن السوق التقليدي.
- ✓ تحتل إصدارات الصكوك في ماليزيا المرتبة الأولى مقارنة بإصدارت الأسهم والسندات التقليدية.

خاتمة عامة

خلاصة عامة.

تقوم الأسواق المالية بدور كبير في تمويل التنمية الإقتصادية في جميع الدول لاسيما النامية منها، وذلك لما تقوم به من جلب رؤوس الأموال خاصة الأجنبية في ظل التحرير المالي، ولقيام هذه الأسواق بالدور المنوط بها لابد أن تتوفر هذه الأسواق المالية على الشرط الرئيس وهو توفرها على الكفاءة وإلا صارت بمثابة مصدر لتدمير الثروة والتوزيع غير العادل للدخل بين أصحاب المصالح الخاصة في ظل العولمة المالية وفي ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية الإسلامية، وقد ظهرت أدوات مالية حديثة برزت الصكوك الإسلامية كإحدى هذه الأدوات التي إستقطبت العديد من المستثمرين.

I- نتائج إختبار فرضيات البحث:

1- **الفرضية الأولى:** تعتبر السوق التقليدي همزة وصل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي، ومن بين أهم تقسيمات هذه السوق نجد السوق النقدي وسوق رأس المال.

2- **الفرضية الثانية:** السوق المالي الإسلامي هي السوق التي تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية، وتعتبر الصكوك أحد أهم أدوات السوق المالي الإسلامي.

3- **الفرضية الثالثة:** هناك عدة فوارق بين السوق المالي التقليدي والسوق المالي الإسلامي، ولكن أهم هذه الفوارق هو قيام السوق المالية الإسلامية على مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

4- **الفرضية الرابعة:** للصكوك الإسلامية تأثير إيجابي على سوق رأس المال في ماليزيا، وهذا راجع للدعم المقدم من طرف الحكومة المالية للإستفادة من هذا المنتج في تمويل التنمية ومشاريع البنى التحتية.

II- نتائج البحث:

من خلال هذه الدراسة تم إستخلاص مجموعة من النتائج نوجزها فيمايلي:

1- يعد السوق المالي التقليدي أداة فعالة في تطوير الإقتصاد، حيث تتميز بأدوات مالية متنوعة مما يسمح بتوسيع مجال إستثمار الأموال.

2- عزوف الكثير من الدول وخاصة العربية نحو إنشاء سوق مالية إسلامية تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية.

3- تكون السوق المالية الإسلامية أكثر إنظباطا من السوق المالية التقليدية.

4- تعتمد كل من السوق المالية الإسلامية والسوق المالية التقليدية في تقسيماتها على مجموعة من المعايير والأسس.

5- تعد الصكوك الإسلامية من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية التي تم إبتكارها لتطوير الصناعة المالية الإسلامية وكبديل لأدوات المالية التقليدية.

6- هناك أنواع مختلفة من الصكوك الإسلامية تتمثل في صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإستصناع...

7- يعمل السوق المالي الإسلامي على إبطال الأدوات المالية المستحدثة التي تقوم على المقامرة والميسر، ومن بين هذه الأدوات عقود الخيار وعقود المبادلات.

8- تعد ماليزيا السباقة في إقامة أول سوق نقدي إسلامي.

9- يتميز سوق رأس المال الماليزي بالإزدواجية أي فيه سوقين سوق تقليدي وسوق إسلامي.

10- يكون سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا غير مستقل عن السوق التقليدي.

11-يساهم سوق رأس المال الإسلامي مساهمة كبيرة في تطوير السوق المالي الماليزي ككل.

12- إعتماد ماليزيا في إصداراتها على صكوك المرابحة وصكوك المشاركة من أجل تنشيط سوق رأس المال الإسلامي، وتخليها عن إصدار صكوك البيع بثمن آجل وصكوك الإستصناع نظرا للخلافات الشرعية الواقعة بشأنها.

III- مقترحات الدراسة:

1- العمل على تشجيع البحث الإقتصادي الإسلامي.

2- نشر العي لدي المجتمعات حول الصكوك الإسلامية، بإعتبار أن هذه الأخيرة منتج يستقطب الأموال الهاربة من التعامل في الأدوات المالية التقليدية.

3- ضرورة العمل مع الهيئات المالية الإسلامية لإيجاد أدوات مالية شرعية أخرى بديلة عن الأدوات المالية التقليدية.

4- سن قوانين تلزم بتطبيق الضوابط والمعايير الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية.

5- توسيع دائرة البحث بالنسبة للباحثين والأكاديمين المتخصصين في الأسواق المالية إلى أكبر عدد ممكن من الدول العربية والإسلامية.

IV- آفاق الدراسة:

تطرقت هذه الدراسة إلى الأسواق المالية التقليدية والأسواق المالية الإسلامية، ومازالت العديد من جوانبها لم بتم دراستها، ولذلك نقترح موضوعين للدراسة وهما:

1- الصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل السوق المالية الإسلامية.

2- تأثير الأزمات المالية على الصكوك الإسلامية.

قائمة المصادر

والمراجع