

الفصل الثاني: إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية، تفعيلها وتطويرها

يمثل إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية تحد كبير في ظل الظروف الحالية التي تشهدها مختلف الدول، خاصة في ظل سيادة مبادئ وقواعد النظام الرأسمالي.

وتقوم سوق الأوراق المالية الإسلامية على مبادئ تجعل من الاستثمار فيها أمراً بالغ الأهمية، خاصة في ظل توفر مقوماتها لدى مختلف الدول الإسلامية، كما أن هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الدول الغربية وعدم استفادة الدولة الأم منها أدى إلى التفكير الجدي في كيفية إنشائها وتطويرها وتحديد أهدافها والعمل على تحقيقها.

ولقد أثبتت الأحداث العالمية الأخيرة أهمية الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام وسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، ما جعل جل دول العالم تتسابق للاستفادة من الخدمات التي تقدمها، إذ تتنوع صيغ الاستثمار فيها، كما أن تنوع أدواتها يتيح للمستثمرين تحقيق أهدافهم في ظل استقرار النظام المالي بالكامل.

تمثل الأسهم والصكوك الإسلامية أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وكل صك يقوم على عقد شرعي يضمن لأطرافه حقوقهم ويحدد لهم ما عليهم، بعيداً عن التعامل بالفوائد والغرر وغيرها.

ويتطلب تطوير سوق أوراق مالية إسلامية تستجيب للتطلعات المرغوبة توفر القدرة على الابتكار والإبداع وتطوير أدوات مالية من خلال استخدام تقنيات الهندسة المالية الإسلامية وتوجيهها بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني وتحقيق أهداف التنمية المستدامة.

يتطلب إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية توفر مجموعة من المتطلبات والشروط ينبغي العمل على توفيرها، وهو ما سيتم تناوله في هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة الموالية:

- إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية؛
- نحو إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وتنظيمها؛
- تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمثل إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية أو تحويل السوق الموجودة إلى العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية تحدياً كبيراً يتطلب تضافر الجهود والتخطيط المحكم والعمل الدؤوب لتحقيق ذلك، خاصة وأن سوق الأوراق المالية الإسلامية تمثل المنفذ الذي يبحث عنه المستثمرون المسلمون بدل الاستثمار في السوق التقليدية التي تقوم على التعامل بالفائدة.

المطلب الأول: دواعي قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية أسباب ومبررات، فقيام الأسواق المالية التقليدية على التعامل بالفائدة، وهروب رؤوس الأموال العربية والإسلامية إلى الخارج وغيرها، يمثل أحد أهم الأسباب.

1- حاجة الاقتصاد الإسلامي لسوق أوراق مالية إسلامية ومحفزاتها

يحتاج الاقتصادي الإسلامي إلى سوق أوراق مالية تراعي مبادئه المستمدة من الشريعة الإسلامية، خاصة وأن هناك محفزات لذلك.

1-1- حاجة الاقتصاد الإسلامي لسوق أوراق مالية إسلامية

لقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي المتعلق بالأسواق المالية، "أن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ما يستتبعه هذا التعاون لسد الحاجات العامة وأداء ما في المال من حقوق دينية ودنيوية..."¹

إذ تمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.²

ويعتبر تطوير السوق الأولية والثانوية أمر ضروري لتعبئة الموارد المالية تعبئة فعالة، فمهمة الأسواق الأولية تقديم الموارد المالية لمن يستطيع استخدامها بطريقة إنتاجية. في حين الأسواق الثانوية ضرورية لمساعدة المدخرين والمستثمرين على تسهيل استثماراتهم كلما احتاجوا لذلك. ثم إن وجود سوق ثانوية فعالة في ظل اقتصاد إسلامي يقوم على المشاركة، قد يكتسب أهمية خاصة، ذلك أن غياب هذه السوق قد يحرض المدخرين على الاحتفاظ بمبالغ كبيرة لديهم بدافع الحيطة، فتزيد الأموال المعطلة، وينخفض معدل النمو الاقتصادي، بسبب منع المدخرات من أداء دورها الطبيعي.³

¹ عطية عدلان عطية رمضان، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 237.

² عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 1429هـ/2008م، ص: 225.

³ محمد عمر شابر، ترجمة سيد محمد سكر، مراجعة رفيف المصري، نحو نظام نقدي عادل، دار البشير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1989، ص: 49.

ويمكن نجاح أي سوق أوراق مالية في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأجل ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات. ولهذا، يبرز دور سوق الأوراق المالية النشطة في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي. ولما كانت البنوك الإسلامية لا تستطيع دخول سوق الأوراق المالية التقليدية لعدم انضباطها بالضوابط الشرعية، فإن إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية خاص بها يصبح أمراً لا مفر منه.¹

كما أن زيادة لجوء الاقتصاد الإسلامي إلى التمويل بالمشاركة، يجعل من الضروري إيجاد تنظيم أكثر كفاءة لكل من الأسواق المالية الأولية والثانوية لمساعدة المؤسسات التجارية على الوصول إلى المال دون صعوبة، وتقديم السيولة للمستثمرين الذين لا يستطيعون الاحتفاظ بأسهم المشاركة التي اشتروها، أو لا يرغبون في ذلك، ومن الصعب تطوير سوق أولية فعالة دون تطوير سوق ثانوية في الوقت نفسه.²

إضافة إلى ما سبق، فإن تطوير سوق أوراق مالية إسلامية سوف يسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة ومنه زيادة معدلات النمو والرفاهية.³ ذلك أن سوق الأوراق المالية وسيلة لتحقيق السهولة والملاءمة في الاستثمار وتصفيته، وهو أمر يشكل أحد الأعمدة المهمة لتأسيس اقتصاد يقوم على المشاركة.⁴

1-2- محفزات قيام سوق أوراق مالية في اقتصاد إسلامي

تتوفر محفزات كثيرة لقيام سوق الأوراق المالية في البلدان الإسلامية منها ما يلي:⁵

- تمتع البلاد الإسلامية بفوائض ومدخرات مالية تبحث عن فرص توظيف تتناسب مع الشريعة الإسلامية، إضافة إلى الموارد الطبيعية الضخمة التي تتمتع بها هذه البلدان، فضلاً عن النمو السكاني المضطرد فيها.
- عودة الاستثمارات المهاجرة بعد أحداث سبتمبر 2001 كان لها الأثر الكبير في توفر السيولة الضخمة التي تبحث عن الأمان، مما يوفر فرصاً جيدة لنمو صناديق الاستثمار الإسلامية.
- قيام المشروعات العملاقة في مجال البنية الأساسية في الدول العربية النفطية يوفر مشروعات استقطبت استثمارات بمليارات الدولارات، وهذه المشروعات توفر عوامل محفزة لصناديق التمويل والصكوك الإسلامية.

¹- بشير عمر محمد فضل الله، تجربة البنك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية التي

تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية، منتدى الفكر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي بجددة، المملكة العربية السعودية، الثلاثاء

13 ربيع الأول 1427هـ، الموافق 11 أبريل 2006م، ص: 22.

²- محمد عمر شابرا، مرجع سبق ذكره، 1989، ص: 91.

³- كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 03.

⁴- محمد عمر شابرا، مرجع سبق ذكره، 1989، ص: 222.

⁵- محمد الأمين ولد عالي، مرجع سبق ذكره، 1432هـ/2011م، ص: 129.

- توفر البيئة التشريعية والتنظيمية التي تهيئ المناخ الاستثماري- في بعض البلدان العربية- كالتشريعات الخاصة بالاستثمار الإسلامي في البحرين، الإمارات، وقطر، وقانون المصارف الإسلامية الذي أصدرته سوريا عام 2005.

- قيام أسواق أوراق مالية نشطة يتم فيها تداول أسهم العديد من البنوك والشركات المساهمة التي تعمل وفقا للشريعة الإسلامية في البلدان العربية والإسلامية، هو أهم محفز لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية المنشودة.

- توفر هيئات ومؤسسات البنية التحتية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية ومنها، السوق المالية الإسلامية الدولية، المجلس العام للبنوك الإسلامية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المركز الدولي للمصالحة والتحكيم، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وغيرها.¹

2- الممارسات للأخلاقية في السوق المالية التقليدية والأزمات المالية

لقد ارتبط حدوث الأزمات المالية في مختلف أنحاء العالم بالممارسات المنافية للشريعة الإسلامية والقيم والأخلاق الإنسانية.

1-2- الممارسات للأخلاقية في السوق المالية التقليدية

يقصد بالممارسات للأخلاقية ها هنا، مختلف أشكال التلاعب والتغريب التي من شأنها التأثير على سير سوق الأوراق المالية ومختلف المتعاملين فيها، والتي حرمتها الشريعة الإسلامية، باعتبارها ممارسات تخل بالمتطلبات الشرعية لعمل السوق بشكل عام.

ويمكن ذكر بعض صور هذه الممارسات - على سبيل المثال لا الحصر- فيما يلي:

1-1-2- البيع الصوري (المظهري)

ويقصد به إيجاد تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، كأن يمتلك شخص ما عددا معيناً من الأسهم فيبيعها بيعا صورياً لأحد أقاربه أو أصدقائه، ثم يعاود شراءها في مدة زمنية قصيرة قد تكون في نفس اليوم لإيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت لسعر تلك الورقة وأن تعاملنا نشطاً يجري عليها.²

¹- سامر مظهر قنطقي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي الفداء العالمية للنشر، حماه، سوريا، الطبعة الثانية، آذار/مارس 2015، ص: 472.

²- سعيد بوهراوة، التلاعب في الأسواق المالية: عرض تحليلي نقدي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص: 12.

2-1-2- التلاعب في عروض الأسعار

تقوم كافة الأسواق بعرض أسعار كافة الصفقات التي تتم فيها وتسمح لبعض وسائل الإعلام بعرضها، في كثير من الأحيان يحدث تلاعبا في عرض شريط الأسعار على النحو الموالي:¹

- يقوم بعض الأفراد بشكل غير معلن عندما تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت سعر رخيص للسهم، بعيدا عن السعر الفعلي، حتى إذا شاهده بعضهم انخدع به، ومن ثم يبدأ بالبيع بأسعار منخفضة خوفا من انخفاضات أخرى.

- كما قد يظهر سعر على الشاشات أعلى من السعر الفعلي، فيتخذ بعضهم قرار البيع ليتبين بعد ذلك بأن السعر أقل مما شاهده.

- يقوم صانعو السوق بتثبيت سعر رخيص عند الإغلاق، ليوهموا الآخرين بسلسلة هبوط في الأسعار، فيقوموا بالبيع بهذا السعر.

2-1-3- الشراء بغرض الاحتكار

وهو قيام المتلاعب بشراء كمية معتبرة من ورقة مالية وتجميعها لفترة طويلة حتى يقل العرض (وهو البيع) من الناس، وكلما وجد عرضا من العروض قام بالشراء بصورة لا تثير متابعي الورقة المالية والمضاربين عادة، وبعد ارتفاع السعر بفوارق سعرية جيدة، يقوم المتلاعب بالضغط على السهم وعرض الكميات المجمعة (المحتكرة) التي اشتراها بسعر متدن وكسر مقاومات السهم الفنية، حتى يمل ملاك الأسهم فيضطرون لبيع أسهمهم بالخسارة، فيقوم المتلاعب بالشراء منهم، حتى إذا خلا الجو قام بالشراء من نفسه أو بالاتفاق مع آخرين معه قبل صدور خبر المحفز لهذا السهم، أو قبيل انعقاد الجمعية العمومية ليستفيد من الفارق السعري الجديد عبر المحافظ التي يديرها.²

2-1-4- استغلال ثقة العملاء

يقوم السمسار بإبرام صفقات نيابة عن عميله، أو تشجيعه على إبرام الصفقات دون أن يكون ذلك في مصلحته، كما يحصل السمسار على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عددا وقيمة كلما زادت حصيلة السمسرة.³

¹ - عبد الله بن محمد العمراني، التلاعب في الأسواق المالية: دراسة فقهية، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص: 16-17.

² - عبد الله السلمي، التغير في المضاربات في بورصة الأوراق المالية: توصيفه وحكمه، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص: 25.

³ - مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، 2013/2012، ص: 30.

- سعيد بوهراوة، مرجع سبق ذكره، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص: 13.

2-1-5- الضخ والتفريغ

يقوم متلاعب يملك كمية هائلة من أسهم شركة ما - غالباً ما تكون ذات رأس مال صغير - بجذب انتباه المستثمرين إلى السهم وذلك بترويج إشاعات ونشر بيانات كاذبة ومضللة عن المؤسسة وأنها في طريقها على سبيل المثال للتوسع وتحقيق مزيد من الأرباح، وعند تفاعل السوق مع تلك البيانات والأخبار يبدأ المستثمرون بالتهافت على شراء ذلك السهم، ومنه تضخيم سعره وارتفاعه إلى مستويات عالية. وهنا يأتي دور المتلاعب، حيث يبدأ ببيع الأسهم التي اشتراها بسعر أقل ليحقق أرباحاً كبيرة، وما إن يتبين كذب تلك البيانات والإشاعات حتى ينفجر ذلك الانتفاخ ليهبط سعر السهم إلى مستويات متدنية، وبذلك يحقق المتلاعب أرباحاً كبيرة من الانتفاخ الكاذب لسعر السهم. وعادة ما تنتشر الإشاعات عن طريق الإنترنت وغرف الدردشة من قبل متلاعبين يدعمون أقوالهم بأنهم على إطلاع من داخل المؤسسة بما يدور فيها، وقد يكون ناشر الإشاعة أحد مدراء أو موظفي تلك الشركة.¹

2-1-6- اتفاقيات التلاعب

تتم اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سماسرة وعاملين في بعض المؤسسات التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم بعض الأعضاء بالعمل بينما الآخرون برأس المال، وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية.

ويمكن تمييز نوعين من الاتفاقيات هما، اتفاقيات المتاجرة، واتفاقيات الاختيار.²

- وتتم **اتفاقيات المتاجرة** من خلال السعي المنظم لامتلاك أكبر قدر ممكن من الأسهم التي تصدرها مؤسسة ما من خلال الترويج لإشاعات كاذبة أو من خلال استغلال السماسرة لثقة عملائهم.³

- في حين تتمثل **اتفاقيات الاختيار** في إبرام صفقة اختيار بين التنظيم والمؤسسة، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة من أسهم المؤسسة مستقبلاً، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة، وينشر معلومات مضللة عن مستقبل مزدهر للمؤسسة، واستغلال السماسرة لثقة عملائهم ترتفع القيمة السوقية للسهم، فيسارع التنظيم إلى ممارسة البيوع الصورية بأسعار أعلى مما يؤدي إلى الارتفاع المضطرد لسعر السهم حتى يصل إلى أقصاه، فيقوم التنظيم بتنفيذ حق الاختيار، حيث يقوم بشراء الأسهم من المؤسسة بالسعر

¹ - سعيد بوهراوة، **مرجع سبق ذكره**، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص ص: 13-14.

² - منير إبراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، 2006، ص: 178.

- مسعودة نصبة، **مرجع سبق ذكره**، 2013/2012، ص: 30.

³ - منير إبراهيم هندي، **مرجع سبق ذكره**، 2006، ص: 179.

المتفق عليه، ثم يقوم ببيعها بالسعر السائد محققاً أرباحاً طائلة، ويكون حملة الأسهم من غير الأعضاء في التنظيم هم الضحية.¹

مما سبق، يتبين أن الممارسات اللاأخلاقية والتلاعب في سوق الأوراق المالية التقليدية، لا يخرج عن الأساليب الموالية:²

- العمليات الهادفة إلى خفض كبير في أسعار الأسهم لمؤسسة معينة عن طريق بيع كميات كبيرة منها - وعلى المكشوف - دون سبب متعلق بالأداء الاقتصادي للشركة يبرر هذا الانخفاض تتبعه عمليات شراء أخرى لكميات كبيرة من هذه الأسهم بأسعار منخفضة جداً، مما ينتج عنه تحقيق أرباح كبيرة عندما تعود الأسعار إلى سعرها الطبيعي بعد ذلك.

- العمليات التي تهدف إلى رفع السعر، وذلك بالشراء بنفس الطريقة السابقة بأسعار مرتفعة لسهم معين، لكي تضاعف سعر البيع عن السعر الطبيعي للسوق.

- العمليات التي تتم عن طريق نشر أخبار كاذبة أو إشاعات والقيام بعمليات بيع موازية مقارنة أو في نفس مستوى الانخفاض لكي تزيد من الاتجاه نحو الانخفاض.

2-2- الأزمات المالية في الاقتصاد التقليدي

يقصد بأزمة سوق الأوراق المالية "التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية".³

وترجع أسباب الأزمات المالية في الاقتصاد التقليدي إلى مجموعة من الأسباب منها التعامل بالفائدة، القمار والغرر، بيع الدين بالدين، الشائعات وسلوك القطيع، جدولة الديون، غياب الأخلاق الاقتصادية وغيرها.⁴ وكلها من الممارسات اللاأخلاقية التي تضرب استقرار الاقتصاد الوطني.

وهذا يجعل قيام سوق أوراق مالية إسلامية أمراً لا مفر منه كونها منضبطة بأحكام السوق في الشريعة الإسلامية وتمنع حدوث مثل هذه التلاعبات.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 180.

² - عبد الله بن محمد العمراني، مرجع سبق ذكره، في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ، الموافق 25-29 ديسمبر 2010، ص: 12-13.

³ - عرفات تقي الدين الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص: 200.

⁴ - عبد السلام عقون وكمال رزيق، الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسماها وحلولها إسلامية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 6-8.

3- دواعي أخرى

إضافة إلى الأسباب والدواعي السابقة، فإنه ثمة دواع أخرى تجعل من إقامة سوق أوراق مالية إسلامية أمر لا مفر منه، وتتمثل فيما يلي:

3-1- إعادة توطين أموال العالم العربي والإسلامي

تشير الإحصائيات إلى أن هناك فجوة كبيرة في تمويل الاستثمارات تصل في بعض الدول العربية إلى 70% والتي تغطي من خلال الاقتراض الخارجي بشروطه القاسية، كما تشير - أيضا- إلى أن حجم الأموال العربية المستثمرة في الخارج حتى سنة 2001 بلغت حوالي 800-2400 مليار دولار، حيث نسبة كبيرة من هذه الأموال لبلدان عربية تعاني من قصور في موارد التمويل وكذلك مشكلة المديونية الخارجية وارتفاع معدلات البطالة والتضخم ومنها الجزائر.¹

لذلك، فإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى خارج البلاد الإسلامية يتطلب تعاون الحكومات والبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد سوق للأوراق المالية الإسلامية وتدويرها وتسخيرها لخدمة التنمية في البلاد الإسلامية.²

3-2- مكافحة مديونية العالم العربي والإسلامي للعالم الغربي

تسهل سوق الأوراق المالية الإسلامية التقاء عرض الأموال والطلب عليها، الأمر الذي قد يؤدي إلى زوال مديونية العالم العربي للعالم الغربي، حيث إن الموجودات الأجنبية للعالم العربي في الخارج تفوق ما على العالم العربي من ديون للعالم الغربي، فوجود سوق إسلامية تنتقل هذه الموجودات إلى العالم العربي على شكل استثمارات في الأدوات المالية الإسلامية.³

3-3- تبعية الأسواق في العالم العربي والإسلامي لأسواق العالم الغربي

تظهر التبعية واضحة في هيكل الأسواق العربية والإسلامية وآلية عملها ونوع الأوراق المطروحة فيها ولعل المثال الواضح في ذلك نقل المضاربة كنموذج غربي للأسواق العربية دون تطويره بما يتلاءم مع ظروف الأسواق العربية والإسلامية.⁴ وتخرج بورصة الجزائر من دائرة التبعية كونها غير نشطة

¹- عادل حميد يعقوب عبد العال، هجرة رؤوس الأموال الإسلامية إلى الخارج: الحالة العربية، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 1424هـ/2003م، ص: 13-14.

²- سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية: مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، نشر جمعية التراث، القرارة، غرداية، الجزائر، الطبعة الأولى، 1423هـ/2002م، ص: 350.

³- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، في الفترة من 08-09 مايو 2005م، ص: 34.

⁴- عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 33.

وتتعدد أسباب تبعية أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والإسلامي للأسواق الغربية ومنها ما

يلي:¹

- البحث عن توظيف العوائد النفطية خاصة بعد الطفرة النفطية عام 1973.
- فقدان الثقة في قدرة الأسواق العربية والإسلامية على إدارة الأموال الكبيرة، واعتبار الأسواق الدولية كنموذج يحتذى به.
- رواج ونمو وهم مفاده أن حسن تدبير هذه العوائد فن لا يتقنه إلا المؤسسات المالية الغربية لعملائها.
- وجود نقائص في المقومات الأساسية للأسواق العربية والإسلامية، فلم تكن لتبتكر الأدوات والأساليب ما يجعلها تستوعب كل الموارد المالية المتاحة.

وقد أدت هذه التبعية إلى نتائج سلبية على العالم العربي والإسلامي، ومنها ما يلي:²

- وضع عقبات تحول دون تطوير أسواق أوراق مالية إسلامية تكون مصممة لخدمة أهداف الدول العربية والإسلامية.
- بروز مساحة نشاط الأسواق الدولية تجاه القرارات والأحداث الاقتصادية والسياسية في الدول العربية، بالزيادة أو بالنقص في حجم تداول الأوراق المالية في الدول الإسلامية والعربية، أو الارتفاع والانخفاض في أسعارها يأتي انعكاساً مباشراً لمظاهر النشاط الاقتصادي في الدول العربية.
- كما أن درجة الترابط بين الأسواق الدولية والأسواق العربية والإسلامية ترتب عليه دوران أموال البلاد العربية والإسلامية لصالح المقترضين الأجانب، وغياب الأسواق المحلية في القيام بدور التوسط بين وحدات الفائض ووحدات العجز، إضافة إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض لتمويل المشاريع التي تخدم التنمية الاقتصادية في البلاد الإسلامية.
- لذلك، فالاهتمام بإنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية يسهم في استقلال الدول العربية والإسلامية بأسواقها، وجذب الاستثمارات الغربية، لما تتمتع به الدول العربية من عوامل جذب منها الوفرة السكانية، الموارد الطبيعية، القوة العاملة، والسوق الاستهلاكية، إضافة إلى قيام السوق الإسلامية على مبادئ وقواعد تضمن الشفافية والمصداقية.³

¹- جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 748.

²- جاسم علي الشامسي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 749.

³- محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1432هـ/2011م، ص: 128.

المطلب الثاني: مقومات وتحديات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمثل توفر المقومات الأساسية لقيام سوق أوراق مالية إسلامية، أهم ركائز البحث في توفير المتطلبات اللازمة، في ظل التحديات المختلفة، وهو أمر يجعل البحث عن سبل العلاج أمر بالغ الأهمية.

1- مقومات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل مقومات سوق الأوراق المالية الإسلامية في كل من المال، الأدوات والمؤسسات المالية الإسلامية، إضافة إلى الخبراء والمتخصصين.

1-1- المال

يقصد بالمال كل ما يتموله الإنسان من متاع أو نقد أو غيره، وليس خاصا بالنقدين كما يرى البعض.¹ والمال متوفر، إذا استثمر في البلاد الإسلامية.²

وللمال أهمية بالغة للفرد والمجتمع، وذلك من خلال ما يلي:³

- بالنسبة للفرد، يعتبر المال أحد المقومات الأساسية لقيام مصالح الإنسان الدينية والدينيوية، لحفظ حياته، وتأمين مأكله ومشربه وملبسه وكافة احتياجاته، فإذا لم يتوفر لديه المال لحقه ضرر شديد في كافة جوانب معاشه.

- أما بالنسبة للمجتمع، فالمال من خلال حفظه للفرد وتلبية احتياجاته فهو يحفظ المجتمع -أساسا- ذلك أن حفظ الجزء لازم لحفظ الكل، وبالمال تقوم شؤون ومصالح المجتمع العامة من تعليم وتربية وصحة، وأمن (تمويل القطاع العسكري)، وغيرها، كما يغني المال المجتمع المسلم عن أعدائه، والطامعين فيه.

1-2- الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالأوراق المالية "الصكوك أو المستندات التي تعطي لحاملها، أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبق".⁴

كما عرفت بأنها "الوثائق ذات القيمة المالية، اسمية كانت أو لحاملها، التي تصدر بمجموعات ذات أرقام متسلسلة وقيمة متساوية وذات أجل غير محدد أو طويل نسبيا".¹

¹ - أحمد بن عبد الله بن محمد الضويحي، ضوابط الاجتهاد في المعاملات المالية المعاصرة، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26.

² - جمال لعامرة وحدة رايس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات: دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006م، ص: 08.

³ - أحمد بن عبد الله بن محمد الضويحي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 26.

⁴ - عبد الكريم بن محمد أحمد السماعيل، العمولات المصرفية حقيقتها وأحكامها الفقهية، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 1432هـ/2011م، ص: 301.

ولقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد من تطوير أوراق مالية إسلامية خالية من المعاملات الربوية، وتكون بديلة لمثيلاتها في السوق التقليدية.²

والأوراق المالية الإسلامية تتمثل في مختلف الأسهم والصكوك الجائزة شرعا، والتي يتطلب إصدارها وتداولها توفر الشروط الموالية:³

- أن تمثل الورقة المالية حصة شائعة من موجودات المؤسسة، أو المشروع، أو الصندوق، بحيث لا تمثل الورقة ديناً على الجهة المصدرة.

- أن يكون عائد الورقة المالية نسبة من الربح الذي سوف يتحقق فعلاً، دون تحديد مسبق للعائد أو نسبته من القيمة الاسمية للورقة المالية.

- أن يكون نشاط الجهة المصدرة مشروعاً من منظور فقه المعاملات، إذ لا يصح أن يتم إصدار أو تداول أسهم المشروعات التي تدير أنشطة محرمة.

1-3- المؤسسات المالية الإسلامية

تعرف المؤسسات المالية الإسلامية بأنها "تشمل جميع الشركات والمؤسسات الإسلامية التي تعمل في نطاق المال والاقتصاد، سواء كانت مصرفاً، أم شركة للاستثمار، أو التمويل، أو التأجير، أو التأمين أو نحو ذلك".⁴

ويعتبر بذل الجهود في تطوير المؤسسات المالية الإسلامية من أهم مجالات إنشاء وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، إضافة إلى تطوير الأدوات المالية الإسلامية، وتعديل الأطر التشريعية والتنظيمية بما يلائم خصوصية الأدوات والمؤسسات المالية الإسلامية.⁵

والمؤسسات المالية الإسلامية المصدرة للأوراق المالية في حاجة ماسة للتمويل الإسلامي لحمايتها من ممارسات وتلاعبات المضاربين والمقامرين عند استثمار أموالها.⁶

¹- المرجع نفسه، ص: 301.

²- جمال لعمارة وحدة رايس، مرجع سبق ذكره، يومي 21-22 نوفمبر 2006م، ص: 08.

³- شذا جمال خطيب وصعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 164.

⁴- علي محي الدين القره داغي، "إدارة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية: دراسة فقهية اقتصادية"، مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية، ماليزيا، المجلد الأول، العدد الأول، ديسمبر 2010، ص: 15.

⁵- AUSAF AHMED, TOWARDS AN ISLAMIC FINANCIAL MARKET: A STUDY OF ISLAMIC BANKING AND FINANCE IN MALAYSIA, RESEARCH PAPER, N°.45, 1st edition, ISLAMIC RESEARCH & TRAINING INSTITUTE, ISLAMIC DEVELOPMENT BANK, JEDDAH, KSA, (1418H/1997G), p: 22.

⁶- جمال لعمارة وحدة رايس، مرجع سبق ذكره، يومي 21-22 نوفمبر 2006م، ص: 08.

وتشير التقارير إلى أن عدد المؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية في تزايد مستمر من سنة لأخرى، فقد ارتفع عددها من 955 مؤسسة عام 2013 إلى 1,113 مؤسسة بنهاية العام 2014 إلى 1291 مؤسسة مالية عام 2015، مقسمة بين مؤسسات إسلامية بالكامل ومؤسسات تقليدية تقدم خدمات مالية إسلامية عبر نوافذ متخصصة.¹

1-4- الخبراء والمتخصصون

تعتبر فئة الخبراء والمتخصصين من أهم مقومات قيام سوق أوراق مالية إسلامية، إذ يعمل كل من علماء الفقه وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية وبالتالي إخراج فتاوى شرعية مؤسسة.²

2- تحديات ومعوقات قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تواجه قيام سوق الأوراق المالية الإسلامية مجموعة من التحديات، منها ما يتعلق بالصناعة المصرفية الإسلامية، وكذا المؤسسات المالية الإسلامية، ومنها ما يرتبط بالأدوات المالية الإسلامية.

2-1- تحديات متعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية

رغم النتائج التي حققتها الصناعة المصرفية على المستوى الإقليمي والدولي، إلا أنها تعاني من معوقات على هذا المستوى، ومن أهمها:³

- العديد من الأنظمة المصرفية في بعض الدول العربية والإسلامية، لا تأخذ بعين الاعتبار خصوصيات العمل المصرفي الإسلامي، مما يوجد حالة من عدم التكافؤ بينها وبين المصارف التقليدية.

- الافتقار إلى وجود سوق مالية إسلامية ودولية منظمة قادرة على مساعدة المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية على الاستخدام الأمثل للأموال التي تديرها، وأيضاً مساعدتها على تعبئة الأموال من خلال هذه الأسواق.

- ضعف التنسيق والعمل المشترك داخل وحدات الصناعة المصرفية الإسلامية رغم إنشاء عدد من المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية التي تعنى بالشأن المالي الإسلامي.

- تعدد هيئات الرقابة الشرعية وتعدد المصادر والأسانيد وعدم وجود جهة موحدة تعمل على توحيد مصادر الفتوى والتخريج الشرعي لها، وأيضاً اختلاف وجهات النظر فيها بالنسبة لأدوات الهندسة المالية وأدوات التمويل والاستثمار الحديثة.

¹ - الصيرفة الإسلامية .. بين النمو والتفوق، اتحاد المصارف العربية، العدد 440، تموز/ يوليو 2017، بيروت، لبنان، ص: 20.

² - جمال لعمارة وحدة رايس، مرجع سبق ذكره، يومي 21-22 نوفمبر 2006م، ص: 08.

³ - نهاد عبد الكريم أحمد، "الصناعة المصرفية الإسلامية المفهوم والفلسفة، التحديات التي تواجهها والآفاق المستقبلية لها"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 51/14 لسنة 2008، دون بلد نشر، ص: 177-193.

- تنامي الحاجة إلى إيجاد منتجات وخدمات متميزة ومجددة تستجيب لحاجات الزبائن من الخدمات المصرفية الإسلامية مثل تلك المبتكرات المالية والأنماط المستحدثة والمتنامية المستعملة في المصارف الربوية وعدم قدرة المصارف الإسلامية على الاستجابة السريعة لذلك بسبب التقيد الشرعي وضعف الإمكانيات البشرية المؤهلة.

- ضعف في دور هيئات الرقابة الشرعية، ويبرز التحدي في قدرة هذه الهيئات على النمو السريع، من حيث الكم والنوع، لمواكبة التطور الكبير في الصناعة المصرفية الإسلامية وانتشار البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بمعدل لم يسبق له مثيل في البلاد الإسلامية وغير الإسلامية. كما أنه يتوجب إنهاء الازدواجية التي نشأت تاريخياً في تكوين هذه الهيئات بين مختصين كثيري المعرفة بجوانب التمويل الفنية مع ضعف في المعرفة الشرعية، وعلماء شرعيون يعوزهم الإلمام بكامل خبايا الجوانب الفنية.¹

كما تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية تحديات أخرى فيما يتعلق باتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية المصرفية، حيث يواجه القطاع المصرفي والمالي الإسلامي هذه الاتفاقية التي تنص على تحرير النشاط المالي للبنوك ابتداء من عام 1999. وعلى الرغم من مرور عدة سنوات على دخول الاتفاقية حيز التنفيذ، إلا أنها مازالت تواجه العديد من الصعوبات على أرض الواقع بسبب تماطل الدول الكبرى في تطبيقها. وحتى لو كان من الصعب الخروج بنتائج واضحة حول هذه الاتفاقية على الأنظمة المالية، سواء التقليدية أو الإسلامية، إلا أن نتيجة هذه الاتفاقية زيادة حدة المنافسة بين جميع الوحدات المصرفية على مستوى العالم.²

2-2- تحديات متعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

تنقسم التحديات التي تواجه البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية إلى تحديات داخلية وأخرى خارجية.

2-2-1- التحديات الداخلية

وتتمثل التحديات الداخلية فيما يلي:³

- نقص الموارد البشرية المؤهلة والمتخصصة في الجانبين الشرعي والمصرفي معاً، مما اضطر البنوك الإسلامية للاستعانة بالعاملين المدربين في البنوك الربوية من أجل تكوين جهازها الإداري والتنفيذي.

1- بشير عمر محمد فضل الله، تجربة البنوك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية والتحديات المستقبلية

التي تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية، مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، 11 أبريل 2006، ص: 22.

2- عبد الكريم قندوز، صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، فرع نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2006-2007، ص ص: 95-96.

3- أحمد عبد العفو مصطفى العليات، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 1427هـ/2006م، ص ص: 24-25.

وقد حظي العاملون القادمون من البنوك الربوية بمراكز قيادية في كثير من البنوك الإسلامية، كرئاسة مجلس الإدارة، والإدارة العامة، ورئاسة الأقسام.

- اختلاف الفتاوى الصادرة عن هيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية في حكم النشاط المصرفي الواحد، بسبب تعدد البنوك الإسلامية.

فقد يحدث أن تصدر هيئة الرقابة الشرعية في إحدى البنوك الإسلامية فتوى في حكم أحد الأنشطة المصرفية، ويصدر عن هيئة رقابة شرعية في مصرف آخر فتوى مختلفة تماما عن الفتوى السابقة، في نفس هذا النشاط، فتضارب تطبيقاتها للطلول الشرعية، مما يؤدي إلى إحداث بلبلة فكرية لدى جمهور العاملين في هذه البنوك والمتعاملين معها. وتعتبر هذه المشكلة من المشاكل التي تواجه هيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية.

2-2-2- التحديات الخارجية

ويمكن إيجاز أهم هذه التحديات الخارجية فيما يلي:¹

2-2-2-1- ظاهرة العولمة

من شأن زيادة التكامل الاقتصادي العالمي وانهيار الحواجز الوطنية أمام النشاط المصرفي العالمي، أن يزيد المنافسة أمام البنوك الإسلامية من حيث مستوى وجودة الخدمة والإدارة واستقطاب رؤوس الأموال. وبالتالي، ثمة ضرورة ملحة لوضع استراتيجية عمل موحدة للبنوك الإسلامية لزيادة الكفاءة والمقدرة على تطوير الخدمات والمنتجات المصرفية لمواجهة تحديات العولمة، مع مواكبة المعرفة التكنولوجية المصرفية الحديثة التي تمكنها من المنافسة العالمية.

2-2-2-2- تطبيق اتفاقية المنظمة العالمية للتجارة

قد يترتب على تطبيق اتفاقية منظمة التجارة العالمية المتعلقة بمجال الخدمات بشكل عام والخدمات المصرفية بشكل خاص، تسهيل حركة الأموال بين الدول الأعضاء وفتح الأسواق أمام البنوك العالمية التي دخلت في عمليات اندماج مصرفية ضخمة، وهو أمر من شأنه وضع البنوك الإسلامية في مواجهة تحديات مصرفية على مستوى عالمي ينبغي التهيؤ لها عن طريق الاندماج والتكامل فيما بينها.

2-2-2-3- التكتلات المالية متعددة الجنسيات

في ظل التحرير المالي العالمي، هناك احتمال بروز تجمعات أو تكتلات مالية متعددة الجنسيات، تتنافس فيما بينها من أجل اقتسام الجزء الأكبر من الأسواق العالمية، الأمر الذي قد يجعل من الصعب على المؤسسات المصرفية والمالية الصغيرة البقاء أو الحفاظ على مركزها، ويمثل ذلك تحديا جديدا أمام البنوك

1- عبد الحليم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013، ص ص: 134-136.

الإسلامية التي سيكون عليها أن تعمل من أجل الحفاظ على مكانتها في السوق المصرفية المحلية والإقليمية والعالمية.

2-2-2-4- ظهور عملة اليورو

يعتبر ظهور العملة الأوروبية الموحدة اليورو من التحديات الجديدة، طالما أن البنوك المركزية في العالم العربي والإسلامي تحتفظ برصيد ضخم من الدولار الأمريكي كاحتياطي، الأمر الذي يدعو البنوك الإسلامية إلى الانتباه من أن الحاجة لعملة الدولار قد تتخفف وعليها أن تجري دراسات علمية تهتم بالخروج التدريجي من الدولار الأمريكي في الوقت المناسب حتى لا تجد أن ما تحتفظ به من عملة لا قيمة له.

2-2-2-5- ظاهرة البنوك الشاملة

لا بد من الإشارة إلى ظاهرة التراجع التدريجي لأنشطة المصرفية التقليدية، ولجوء الدول الغربية إلى إحداث نوع من التغيير في طبيعة نشاط المؤسسات المصرفية وإيجاد مفهوم للعمل المصرفي يختلف عما اعتادت عليه البنوك التقليدية. حيث تنشأ الآن معالم بنوك جديدة تجمع بين وظائف البنوك التجارية والاستثمارية والمتخصصة، وذلك ما اصطلح عليه بالبنوك الشاملة. والتحول الأساسي الذي يواجه البنوك الإسلامية هو قدرتها على قيادة البنوك في الدول العربية والإسلامية إلى أن تأخذ بالمفهوم التنموي للبنوك الشاملة.

2-2-2-6- استرجاع رؤوس الأموال المهاجرة

تواجه البنوك الإسلامية تحدياً آخرًا كبيراً يتمثل في المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والإسلامية التي هاجرت إلى خارج أوطانها بحثاً عن الأمان والاستقرار. فمشكلة المسلمين أن 95% من أموالهم أو أكثر من ذلك لا يملكون التحكم فيها.

ويشير الواقع الحالي إلى الإمكانيات الكبيرة لاستثمار الفائض من أرصدة الدول الخليجية في بنوك أوروبا وأمريكا، والذي بلغ حوالي 670 مليار دولار، عن طريق البنوك الإسلامية، وقد خسرت هذه الأرصدة في الغرب خلال فترة السنوات العشر (1986-1996) ما بين 43% و 58% من قيمتها.¹

2-2-3- معوقات أخرى

تتمثل هذه المعوقات فيما يلي:²

2-2-3-1- النظرة التقليدية للبنوك الإسلامية وعدم التفريق بينها وبين البنوك الربوية

نتيجة تأثر الكثير من أبناء الأمة الإسلامية بالغزو الثقافي والفكري الغربي الذي يعمل على هدم الإسلام وتقويض أركانه، أصبح كثير منهم قليلي الالتزام بما تملبه عليهم أحكام الشريعة الإسلامية الغراء، من أوامر ونواه وحلال وحرام، مما ساعد على ترسيخ أسلوب التعامل المصرفي الربوي.

¹ - عبد الحليم عمار غربي، مرجع سبق ذكره، 2013، ص: 137.

² - أحمد عبد الغفور مصطفى العليات، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 26-27.

2-2-3-2- المناخ التشريعي والاقتصادي والرقابي غير الملائم

المناخ الذي تعمل فيه البنوك الإسلامية في كثير من البلاد هو مناخ مناسب للبنوك الربوية، فالتشريعات المالية والاقتصادية وأجهزة الرقابة الموجودة فيها صنعت خصيصاً لتلك البنوك، ولا توجد في معظم دول العالم الإسلامي تشريعات خاصة بالمصرفية الإسلامية وأجهزة رقابة خاصة بها تتفهم طبيعة البنوك الإسلامية، فضلاً عن أن كثيراً من دول العالم الإسلامي تحكمه أنظمة وضعية في مجالاته السياسية والاقتصادية والاجتماعية، وبذلك تفقد البنوك الإسلامية بيئتها الملائمة.

2-2-3-2- ضعف الهياكل الإنتاجية

تعاني البنوك الإسلامية من ضعف الهياكل الإنتاجية في معظم البلدان التي توجد فيها، وكذا ضيق الأسواق وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في هذه البلدان، وكثرة التقلبات في السياسة المالية والنقدية فيها وضعف أواصر التعاون بين هذه البنوك الإسلامية، أدى إلى عدم تمكنها من تحمل مخاطر الاستثمار منفردة مما جعلها تندفع نحو الأسواق العالمية. وفي نفس الوقت، تركز على الصيغ والأساليب الأكثر ضماناً، كالمرابحة وغيرها.

2-2-3- تحديات متعلقة بتطوير المنتجات والأدوات المالية الإسلامية

توجد العديد من التحديات التي تواجهها الصناعة المالية الإسلامية بمختلف مؤسساتها في تطوير منتجاتها التمويلية والاستثمارية، ومنها ما يلي:¹

- توجه معظم العمليات المصرفية نحو التمويل المحدد العائد (البيوع والاجارات)، وليس الاستثمار القائم على المشاركة في الربح والخسارة، الأمر الذي يؤدي إلى عدم تحقيق الأهداف التتموية.
- الاختلاف بين المؤسسات المالية الإسلامية في استخدام المنتج الواحد (العقود، النماذج، الإجراءات، آليات التنفيذ، الضوابط والشفافية، والتوثيق الكامل لهذه المنتجات)، الأمر الذي يؤدي إلى عدم فهم المتعاملين للصناعة المالية الإسلامية.
- عدم توافر بيئة مناسبة لاستحداث منتجات جديدة مشتقة أو مبتكرة، والاقتصار على عدد محدود من المنتجات أو ابتكار منتجات شاذة تخالف الإجماع، مما يؤدي إلى التسرع في طرح المنتجات دون وجود مرجعية للصناعة تقوم بضبط عملية التطوير وحمايتها وتوجيهها وإدارتها بالشكل الذي يبتعد بها عن الانفرادية.

¹ - أمال لعمش، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، فرع: دراسات مالية ومحاسبية معمقة، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011/2012، ص: 133.

- محاكاة المؤسسات المالية التقليدية في تحديد تكلفة عمليات التمويل وذلك بالاسترشاد بمؤشر سعر الفائدة، مما يؤدي إلى تنامي عدم ثقة العملاء وفقدان هذه المؤسسات للتميز والاستقلالية، ويطرح أهمية إيجاد مؤشر ربحية بديل عن سعر الفائدة لقياس عائد عمليات التمويل.

- بعد ما أفرزته العولمة المالية من مشتقات، كان لزاما على المؤسسات المالية الإسلامية تطوير منتجات مصرفية ومالية تستجيب لمختلف الرغبات، وهو أكبر تحد يواجه الصناعة المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: المتطلبات الشرعية، الاقتصادية والسياسية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية

لا يمكن إقامة سوق أوراق مالية إسلامية دون توفير متطلباتها الشرعية، وهو ما يميزها عن نظيرتها التقليدية، وترتبط هذه المتطلبات بالمتطلبات الأخرى كالمطلبات الاقتصادية والسياسية وغيرها.

1- المتطلبات الشرعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

المقصود بالمتطلبات الشرعية ها هنا، كل الإجراءات والآليات المستمدة من الشريعة الإسلامية والتي تضمن سلامة التعامل في السوق وحماية المتعاملين، وتمكن من تحقيق المصلحة العامة قبل مصلحة الفرد.

1-1-1- تبني فلسفة الاقتصاد الإسلامي

يقصد بفلسفة الاقتصاد الإسلامي نظريته إلى دور الدولة والمنفعة وكذا معالجة مبادئ الاقتصاد من منظور إسلامي.

1-1-1- تعريف الاقتصاد الإسلامي

يعرف الاقتصاد الإسلامي بأنه مجموعة الأصول العامة الاقتصادية المستخرجة من الكتاب والسنة، والبناء الاقتصادي المقام على أساس تلك الأصول بحسب كل بيئة وكل عصر.¹

يبين هذا التعريف أن كل ما يتعلق بالاقتصاد - من منظور إسلامي - يجب إخضاعه للضوابط الشرعية المستمدة من الكتاب والسنة، إضافة إلى تكييف مسائل الاقتصاد من حيث الزمان والمكان.

وعرف بأنه "رد فعل المفكرين المسلمين للتحديات الاقتصادية في عصرهم، يعينهم في مساهم هذا القرآن الكريم والسنة النبوية والعقل والخبرة".²

فالإقتصاد الإسلامي هو ذلك الجانب من المعرفة الذي يدرس الأحكام الشرعية للمستجدات في جانبها الاقتصادي، ويعطي حولا إسلامية لمختلف الأزمات والمشكلات الاقتصادية انطلاقا من الكتاب والسنة واجتهاد العلماء وخبراتهم.

1- كمال خطاب، "دور الاقتصاد الإسلامي في مكافحة مشكلة الفقر"، أبحاث اليرموك: سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، 2002، ص: 1302.

2- المرجع نفسه، ص: 1303.

1-1-2- القطاعات المكونة للاقتصاد الإسلامي ونظام الملكية

لا يكفي الاقتصاد الإسلامي بالقطاعات المتعارف عليهما، القطاع الخاص والقطاع العام، بل هناك قطاع آخر يتميز به الاقتصاد الإسلامي هو القطاع الثالث، والذي يميزه بعده الأخلاقي والإنساني الرفيع، يسمى هذا القطاع بقطاع الوقف، وهو قطاع إنساني قائم بذاته له خصائصه وينافس القطاعات الأخرى على إسعاد الفرد والمجتمع.¹

وقد أصبح القطاع الوقفي، القطاع الخيري، يشكل حيزاً مهماً من الثروة الوطنية، ويقدم خدمات كثيرة في مجالات عدة، فهو قطاع يضم مؤسسات خيرية ومنظمات غير حكومية، وهو قطاع شريك في عملية التنمية البشرية، بما يملكه من جامعات ومراكز بحثية ومستشفيات ومؤسسات استثمارية.² وبالإمكان أن يساهم هذا القطاع في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال الصكوك الوقفية مثلاً، ويعمل على توسيع حجم السوق والتوسع في الاستثمارات الخيرية.

والملكية في الإسلام تتراوح بين ملكية فردية وملكية جماعية وملكية وقف، فالملكية الفردية تملئ حرية الفرد في التملك في الإطار التشريعي والقيمي المحدد، وهي ملكية جماعية تحت وصاية الدولة تفرضها حاجة المجموعة إلى جماعية في التمتع والتصرف في بعض المناحي من الحياة، ثم هي ملكية وقف تحتمى برعاية شخصية أو برعاية الدولة لإشباع حاجة محدودة.³

1-1-3- دور الدولة في الاقتصاد الإسلامي

يعتبر حق تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي أحد أهم ركائز النظام الاقتصادي الإسلامي،⁴ إذ يقع عليها سد حاجات الأفراد وتوزيع الثروة على مستحقيها ممن لا يستطيعون العمل، أو ممن لا يكفي عملهم إلا لإشباع حاجاتهم الضرورية فقط، كما أنها ملزمة بإشباع جميع الحاجات الأساسية لكل فرد يعيش تحت راية الدولة الإسلامية حتى ولو لم يكن مسلماً (توفير حد الكفاية لكل فرد)، كما أنها ملزمة بالعمل قدر المستطاع على إشباع حاجات الفرد الكمالية.⁵ وقد حدد الرسول - صلى الله عليه وسلم - الحد الأدنى لمسؤولية الدولة

¹ - لزهرة بن عيسى، "فلسفة الاقتصاد الإسلامي كاستراتيجيه بنائية لتنمية مستدامة في العالم الإسلامي"، مجلة المفكر، العدد الثاني عشر، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص: 375.

² - أهمية القطاع الثالث في التنمية المستدامة، المركز الدولي للأبحاث والدراسات (مداد)، <http://www.medadcenter.com/articles/4706>، تاريخ المطالعة: 2017/06/14.

³ - لزهرة بن عيسى، مرجع سبق ذكره، 2015، ص: 374.

⁴ - أحمد محمد محمود نصار، مبادئ الاقتصاد الإسلامي: دراسة شاملة لأسس ومبادئ الاقتصاد الإسلامي للمبتدئين، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010-1430، ص: 12.

⁵ - المرجع نفسه، ص: 27-28.

تجاه أفرادها بقوله {الناس شركاء في ثلاثة الماء والكأ والنار}. وهذا يستدل به على رعاية الدولة أو من يمثلها للمصالح الأساسية للمجتمع.¹

وحتى تضمن الدولة حرية المنافسة في السوق وعدم الإخلال بها أو تقييدها، فإنها تراقب الأسواق بما يجعل هذه المنافسة معتمدة على قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار، ويضمن منع الغش والغرر والاحتكار وكل الممارسات المحظورة شرعا.²

1-2- الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية

يقصد بضوابط الشريعة الإسلامية هاهنا، مختلف القواعد الشرعية المستمدة من الكتاب والسنة واجتهاد العلماء والتي تحكم المعاملات المالية في السوق وتضمن تحقق الجانب الأخلاقي فيها بما يضمن السير الحسن للسوق وحماية المتعاملين فيها، وتمنع حدوث مختلف أشكال التلاعب والتغريب التي تمس باستقرار السوق.

وتتمثل الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:³

- أن تكون الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق جائزة شرعا.
- أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
- أن تكون كفاءة التشغيل في سوق الأوراق المالية الإسلامية عالية بما يحقق المصالح المرجوة وذلك عن طريق ما يلي:

- * وجود مكان معلوم.
- * اتصال البائعين والمشتريين بسهولة ويسر.
- * اتجاه الأدوات المتداولة نحو التساوي أو اتخاذ وضعها السليم بسرعة وسهولة.
- حرية المنافسة، يحاول التشريع الإسلامي الاقتصادي إيجاد حالة من المنافسة الشريفة داخل السوق لما فيه من مصلحة متبادلة لأطرافه، وتعتبر الحرية الاقتصادية في السوق من الأدوات الرئيسية التي شرعها الإسلام لتشجيع التنافس الشريف، حيث تتحكم عوامل العرض والطلب في السوق دون تدخل من قبل فئة معينة لرفع المستوى العام للأسعار، ودونما تدخل للدولة في تحديد الأسعار، ولعل من عوامل حرية المنافسة توزيع القوة الاقتصادية وعدم حصرها في نشاط أو مشروع واحد، الأمر الذي يمنع حدوث الاحتكار.⁴

¹ - سامر مظهر قنطقجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية، الطبعة الأولى، 2009، ص: 14.

² - سامر مظهر قنطقجي، فقه الأسواق، مؤسسة الرسالة ناشرون، دون بلد نشر، دون سنة نشر، ص: 12.

³ - مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، 2013/2012، ص: 33-34.

⁴ - محمد محفوظ، "خصائص السوق وفق الرؤية الإسلامية"، جريدة الرياض، <http://www.alriyadh.com/709670>، تاريخ المطالعة: 2017/06/21.

فالإسلام يترك للأسواق حرية المنافسة ضمن ضوابط تمنع الغش والاحتكار والربا بكل أشكاله وصوره، والغرر والغش والخداع والنجش.¹ أي أن المجال الحيوي الوحيد للمنافسة ليس تحقيق الأرباح بأية وسيلة، وإنما زيادة الإنتاج وتحسينه.²

وبهذا، يتبين أن حرية المنافسة في سوق الأوراق المالية الإسلامية تجعل الاستثمار المالي تابع لنمو وتطور الاستثمار الحقيقي وليس العكس.

- الإفصاح، يؤكد الإسلام على ضرورة الصدق والوضوح في عملية البيع والشراء، ويقول الرسول - صلى الله عليه وسلم -: "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتما وكذبا محق بركة بيعهما". وهذا يبين أن التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية يتطلب ضرورة الإفصاح عن طبيعة الشركات ونشر الميزانيات التي تعكس المركز المالي للشركة وحقيقتها وضعها.³

إذ أن الإسلام يدعو إلى تداول المعلومات حول السوق وظروف الأسعار والسلع وصفاتها، ونهى عن بعض المعاملات التي لم تتوفر فيها هذه المعلومات مثل بيع الضرر، ومن شأن تداول المعلومات أن يكسب مختلف المتعاملين في السوق قدرا من المعلومات بكل الظروف والأوضاع السائدة في كل سوق سلعة أو خدمة تنتج وتباع في السوق، كما من شأن توفر الشروط الأخرى للسوق الإسلامية - إلى جانب توفر المعلومات - أن يسهم في سيادة سعر واحد للسلعة في السوق.⁴ وبهذا، تتحقق كفاءة السوق وعدالتها.

- تحريم القمار (الميسر)، يتحول نشاط السوق من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية، ومن ثم تتجه إلى سلوكيات المقامرة انتهازا للفرص المتاحة من تغيرات الأسعار، فتصبح حركات السوق مصطنعة صعودا وهبوطا، ويصبح المتعاملون في السوق من المقامرين الخبراء في الإشاعات والممارسات اللاأخلاقية، ثم تتحول السوق - كما يقول كينز "من سوق منافسة حرة تحسن، تخصيص الموارد، إلى كازينو قمار، تلعب بمقدرات الأمم الاقتصادية".⁵

ويمكن التمييز بين الميسر والقمار والرهان، فالميسر يكون موضوعه اللهو، وقد لا يتضمن مالا كلعب الشطرنج. أما إذا تضمن اللعب مالا يأخذه الغالب من المغلوب بعد جهد عضلي كالمصارعة، أو ذهني

¹ - موسى الأسود، "الضوابط الشرعية للعمل في الأسواق المالية"، جريدة القبس، الكويت.

تاريخ <http://archive.alqabas.com/Articles.aspx?ArticleID=445371&date=01062016&isauthor=1>

المطالعة: 2017/06/21.

² - محمد محفوظ، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/21.

³ - موسى الأسود، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/21.

⁴ - محمد محفوظ، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/21.

⁵ - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية: الأزمة والمخرج، فقه الاقتصاد النقدي (2)، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة الثالثة، 1418هـ/1998، ص: 234.

كلعب الشطرنج على مال، فيصبح قمار. وإذا تضمن اللعب مالا يأخذه الغالب من المغلوب، دون جهد عضلي أو ذهني كأوراق اليانصيب، فيكون رهانا.¹

- **تحريم الربا**، جميع العقود والصفقات يجب أن تكون خالية من الربا، والربا هو "الزيادة"، وحرمة الربا تعني أن ليس هناك تعويض عن التفضيل الزمني وحده، فالتعويضات أو العوائد أو الأرباح يجب أن تقترن دائماً بالمسؤولية أو بالخطر.² إذ الغنم بالغرم والخراج بالضمان.

- **تحريم النجش**، ومن صور النجش في سوق الأوراق المالية، البيع الصوري، العروض الوهمية قبل بدء التداول، إضافة إلى اتفاقيات التلاعب عن طريق الإشاعات المضللة، والأخبار الكاذبة، وإشاعة رغبة البعض بشراء حصة من الأسهم بسعر معين.³

- **تحريم الاحتكار**، ويعني شراء السلعة وحبسها عن الناس حتى يرتفع ثمنها ثم بيعها. وقد حرم الإسلام الاحتكار لما فيه من الجشع والطمع وسوء الخلق والتضييق على الناس⁴، فعن معمر بن عبد الله - رضي الله عنه - أن النبي - صلى الله عليه وسلم - قال: "من احتكر فهو خاطئ".

ويظهر الاحتكار في سوق الأوراق المالية بما يسمى عمليات الإحراج، حيث يسعى من خلالها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين بالسوق تعاملًا آجلًا للوفاء بالتزاماتهم عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك.⁵ لذلك، حرم الإسلام هذه الممارسات نظراً لما تلحقه من أضرار على السوق والمتعاملين فيها.

- **تحريم الغرر**، الغرر كل بيع كان المعقود عليه فيه مجهولاً، أو معجزاً عنه، غير مقدور عليه.⁶ فجميع أشكال العقود والصفقات يجب أن تكون خالية من الغرر (أو عدم التأكد) الكثير، وهذا يستلزم عدم جواز

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة: تحليل اقتصادي وشرعي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 01، المملكة العربية السعودية، 1428هـ/2007م، ص: 21.

² محمد عبيد الله، تمويل الشركات من منظور إسلامي، مذكرة تدريبية، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المحرم 1427هـ/فبراير 2006م، ص: 47.

³ مبارك جزاء الحربي، "صور النجش وأثاره في سوق الأوراق المالية"، مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية، المجلد 8، العدد 2، جامعة الشارقة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، جمادى الآخرة 1432هـ/يونيو 2011، ص: 131-125.

⁴ أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 26.

⁵ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 2002، ص: 134.

⁶ سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 1423هـ/2002م، ص: 181.

التعاقد تحت ظروف عدم التأكد المفرط، وقد بين الفقهاء الظروف والأوضاع التي تنطوي على عدم تأكد مفرط، وتمنع العقد.¹

1-3- توفر هيئة للفتوى والرقابة الشرعية مع جهاز داخلي للتدقيق

تم تعريف هيئة الرقابة الشرعية واختصاصاتها في معايير المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في المعيار رقم (01)، والذي ينص على أن "هيئة الرقابة الشرعية هي جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إمام بفقه المعاملات. ويعهد لهيئة الرقابة الشرعية توجيه أنشطة المؤسسة ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وتكون فتاواها وقراراتها ملزمة للمؤسسة".²

ويعمل وجود هذه الهيئة على تعزيز الثقة لدى المستثمرين وجمهور المتعاملين بهذه المؤسسات لاطمئنانهم بأن جميع أنشطة وأعمال هذه المؤسسات مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية.³ تتراوح مهام هيئات الرقابة الشرعية ممثلة في وضع العقود والنماذج ونظم العمل، وأعمال إبداء الرأي فيما يعرض عليهم من مسائل إما في صورة فتاوى بالترجيح بين الآراء أو الاجتهاد في بحث المسائل المستحدثة أو الرد على استفسارات الإدارة، ثم فحص أعمال المؤسسة شرعاً، الأمر الذي لا يمكنهم المتابعة التفصيلية لكل ما يحدث في البنك. كما تتمثل هذه الرقابة بشكل عام في ضمان الالتزام بالأحكام الشرعية في البنك.⁴

2- المتطلبات الاقتصادية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل المتطلبات الاقتصادية لقيام سوق أوراق مالية إسلامية في كل ما يتعلق بتحسين البيئة الاقتصادية ومناخ الاستثمار الملائم، وتحقيق معدلات نمو مرغوبة وغيرها.

2-1- تبني سياسات اقتصادية رشيدة

هناك مجموعة من السياسات الاقتصادية، ومنها السياسة المالية، والنقدية والتجارية، وتوجيهها نحو خدمة أهداف المجتمع من متطلبات قيام سوق أوراق مالية إسلامية، وذلك من خلال ما يلي:

¹ - محمد عبيد الله، مرجع سبق ذكره، المحرم 1427هـ/فبراير 2006م، ص: 47-48.

² - يوسف تقي، العلاقة بين الهيئات الشرعية والمراجعين الخارجيين، المؤتمر الأول للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، الثلاثاء والأربعاء 22-23 رجب 1422هـ، 9-10 أكتوبر 2001، ص: 02.

³ - هوارية بن حليلة وعلي بطاهر، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، الجلفة، المجلد الأول، العدد 26، مارس 2016، ص: 32.

⁴ - محمد عبد الحليم عمر، الرقابة الشرعية الداخلية في المؤسسات الإسلامية، المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، 18-19 شعبان 1423هـ، الموافق 29-30 أكتوبر 2002، ص: 03.

- سياسة اقتصادية كلية رشيدة، ينبغي إقرار وتنفيذ سياسة اقتصادية كلية مستقرة، يتم من خلالها السيطرة على مستوى التضخم مع استقرار سعر الصرف، بحيث يعكس القدرة الشرائية للعملة المحلية، وتحقيق هذه الأهداف يؤدي إلى تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وبالتالي المساهمة في دعم وجذب الاستثمار إلى السوق.¹

- سياسة مالية، تعرف السياسة المالية من منظور إسلامي بأنها "استخدام الدولة لإيراداتها ونفقاتها لتحقيق أهداف في ضوء القواعد والأصول الإسلامية الحاكمة في هذا المجال".²

- سياسة نقدية، تعرف السياسة النقدية الإسلامية بأنها "مجموعة من الإجراءات والقرارات التي يتخذها البنك المركزي الإسلامي لتنظيم الإصدار النقدي وضبطه، بما يتناسب مع الهيكل الاستثماري والإنتاجي والاستهلاكي للاقتصاد الوطني".³

أي أن السياسة النقدية في إطار الاقتصاد الإسلامي يجب أن تراعي مرافقة الاقتصاد المالي لنمو الاقتصاد الحقيقي وأن تعد السياسة النقدية استناداً إلى هذا الأخير نقادياً لمشكلة عدم الاستقرار وحدوث الأزمات.

وينبغي صياغة السياسة النقدية الإسلامية بناء على الأسس الموالية:⁴

- الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للسياسة النقدية الإسلامية يجب أن تصاغ وتحدد وفقاً للقيم الروحية والعدالة الاقتصادية والاجتماعية المستمدة من الشريعة الإسلامية.

- تبني هيكل مالي ونقدي ومصرفي خال من أسعار الفائدة (تحريم الربا).

- سعي السياسة النقدية الإسلامية إلى ضمان تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي عن طريق التأثير والتحكم في حجم الكتلة النقدية.

- خضوع السياسة النقدية إلى الأسس والخصائص الأساسية التي يقوم عليها النظام المالي والنقدي والمصرفي في الإسلام.

¹- عيسى محمد الفارسي وسليمان سالم الشحومي، البيئة الملائمة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة للاقتصاد الليبي، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر الوطني حول الاستثمار الأجنبي في الجماهيرية العظمى، تحت شعار: نحو مناخ استثمار أفضل، طرابلس، ليبيا، 2006م، ص: 15.

²- منصورية بن زازة ومحمد العيد، "السياسة النقدية والمالية وأثرها في تحقيق الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد (47)، رجب 1437هـ- نيسان/أبريل 2016، ص: 62.

³- حياة عمر البرهماتي، أسباب التضخم في الأوراق المالية وعلاجه من منظور الفقه الإسلامي، دار القلم، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2015، ص: 359.

⁴- يوسف الفكي عبد الكريم حسين، السياسة النقدية في الإطار الإسلامي: التجربة السودانية خلال الفترة 1997-2008م، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور إسلامي"، بكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص: 02.

والسياسات الاقتصادية الرشيدة البعيدة عن العبث وإهدار المال، والتي تركز على الاستثمار الحقيقي والإنتاج الفعلي وتجنب الإسراف والتبذير (الإنتاج الترفي غير الضروري)، من شأنها أن تساعد في استقرار رأس المال الذي يمتلكه المستثمرون الراغبون في جني أرباح حقيقية من خلال قيامهم باستثمارات حقيقية شرعية تفيدهم وتفيد مجتمعاتهم.¹ وتمثل سوق الأوراق المالية الإسلامية المنفذ الحقيقي للوصول إلى هذا الهدف.

2-2- معدل النمو الاقتصادي (الانتعاش الاقتصادي)

يسهم الانتعاش الاقتصادي - عموماً - في زيادة النشاط المالي، حيث يزداد الإنتاج تبعاً لتزايد الطلب على المنتجات. ويعود هذا النشاط بالنفع على كافة مجالات الاقتصاد، حيث يرتفع مستوى التوظيف وتزداد المداخيل وترتفع العوائد الناتجة عن أرباح الشركات، ويؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة مستوى الدخل للمجتمع الأمر الذي يرفع مستوى المدخرات والتي تجد طريقها نحو المزيد من الاستثمارات في سوق الأوراق المالية الإسلامية.²

2-3- أسعار النفط

يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة مستوى عائدات الدولة الأمر الذي يمكنها من صرف المزيد من الأموال على مشاريع البنية التحتية ورفع مستوى الرواتب، ومنه الإسهام في رفع مستوى النشاط الاقتصادي العام وتوفير السيولة التي تجد طريقها - أيضاً - إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية.³ وتخصيص أسعار النفط بالذكر هنا، نابع من كون أن أغلب صادرات الدول العربية والإسلامية منه، وترتبط اقتصادياتها بهذا المورد ارتباطاً وثيقاً.

3- المتطلبات السياسية والاجتماعية لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية

يرتبط الوضع السياسي عادة بالوضع الاجتماعي، كما أن كلاهما يعتبر مؤشراً هاماً على حركية الاستثمار دخلاً وخروجاً، لذلك يعتبران من أهم متطلبات إقامة سوق أوراق مالية إسلامية.

3-1- الإرادة السياسية ودورها في إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية

ذلك أن كل عملية تغيير أو إصلاح داخلي أو خارجي، فإن أولى متطلباتها الأساسية هو توفير وتوكيد الإرادة السياسية والالتزام بإحداث تغييرات جذرية وبتغيير حال المجتمعات الإسلامية، ويكون ذلك من خلال تنشيط الحوار الدائم والاقتراب المستمر والربط بين تطلعات أفراد المجتمع والسياسة في الدولة.¹

¹ - محمد فوزي، "دور القطاع المصرفي في الارتقاء بالبورصة"،

<http://www.al-sharq.com/news/details/311533>، تاريخ المطالعة: 2017/06/13.

² - عبد الرؤوف ربابعة وسامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، فبراير/ مارس 2006، ص: 10.

³ - المرجع نفسه، ص: 10-11.

ويعتبر توفر الإرادة السياسية العامل الأساسي لنجاح استراتيجية إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية بشرط ترجمة هذه الإرادة إلى خطوات تشريعية وتنفيذية.²

3-2- بيئة سياسية مستقرة

يقصد بالاستقرار السياسي "غياب أو ندرة أعمال العنف السياسي مثل التظاهرات العنيفة أو أحداث الشغب أو حركات التمرد أو الاغتيالات السياسية أو أعمال التفجير والتخريب التي تستهدف مرافق وممتلكات عامة أو خاصة أو الحروب الأهلية أو حملات الاعتقال والمحاكمات لأسباب سياسية... إلخ".³

ويتصف المستثمرون عموماً بالحساسية الشديدة تجاه حالات عدم التأكد والغموض فيما يخص مستقبل الوضع السياسي في البلد. ومن البديهي توقع أن قدرة أية سوق أوراق مالية على استقطاب مستثمرين محليين أو أجانب تنتفي عندما تسود حالة من الاضطراب الأمني والسياسي في البلد. فالمستثمرون يبحثون عن الأمان أولاً، ولأن من شأن عدم الاستقرار أن يرفع درجة المخاطرة للاستثمارات المالية، وهذا بدوره سيؤدي إلى هروب الاستثمارات إلى الخارج أو إلى رفع معدلات العائد المقبولة على هذه الاستثمارات، مقارنة بالمخاطر العالية، ولكلا الأمرين تبعات سلبية على الأداء الاقتصادي على المستويين الكلي والجزئي،⁴ وعلى سوق الأوراق المالية بالتبعية.

ومن مقومات الاستقرار السياسي، وجود قنوات مؤسسية فعالة للمشاركة السياسية بما يسمح لمختلف الفئات السياسية والاجتماعية بتوصيل مطالبها للسلطات الحاكمة والمشاركة في العملية السياسية بطريقة سلمية ومنظمة، واحترام حقوق الإنسان بما في ذلك حقوق الأقليات، ونشر ثقافة سياسية إيجابية لدى مختلف فئات المجتمع بحيث تركز على قيم التسامح السياسي والفكري والقبول بالتعدد والاختلاف في الرؤى والمصالح، ونبذ التطرف واللجوء إلى العنف لمعالجة الخلافات.⁵

ولقد ورد في إحدى دراسات البنك الدولي والتي شملت (400) شركة من (21) دولة متقدمة لدراسة العوامل التي يأخذها المستثمرون بالحسبان عند اتخاذ قرار الاستثمار في الدول النامية أن (61%) من

¹ محمد بوحديدة، النظام المالي الإسلامي: التجارب، التحديات والآفاق، كليك للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011، ص: 341.

² عيسى محمد الفارسي وسليمان سالم الشحومي، مرجع سبق ذكره، 2006م، ص: 15.

³ حسنين توفيق إبراهيم، العمل الخيري والاستقرار السياسي في دول مجلس التعاون الخليجي: المحددات - المجالات - الآفاق، بحث مقدم إلى مؤتمر العمل الخيري الخليجي الرابع الذي تنظمه جمعية التربية الإسلامية بمملكة البحرين، خلال الفترة من 2-4 مارس 2010، ص: 06.

⁴ محمد كمال أبو عمشة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56/ صيف - خريف 2011، ص ص: 143-144.

⁵ حسنين توفيق إبراهيم، مرجع سبق ذكره، خلال الفترة من 2-4 مارس 2010، ص: 06.

المستثمرين يعتبرون أن المخاطر النابعة من أسباب سياسية تؤدي دورا هاما في قرارات الاستثمار في البلدان النامية.¹

3-3- المتطلبات الاجتماعية

تتمثل المتطلبات الاجتماعية في مختلف العوامل المؤثرة في وجود وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، والتي تتعلق بخصائص المجتمع مثل عدد السكان، والعوامل الثقافية والحضارية والإقليمية، إضافة إلى العوامل المؤثرة على هذه الخصائص مثل كفاءة الإدارة العامة، والحملات الترويجية وغيرها.

3-3-1- أثر النمو السكاني في تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر زيادة عدد السكان من أهم المتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تشير بعض الدراسات إلى أن زيادة نسبة السكان بنسبة 1%، يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بمعدل أكبر من 1%². فالأسواق الكبيرة والغنية هي الأكثر جاذبية لهذا النوع من الاستثمار.

3-3-2- أثر العوامل الثقافية والحضارية والإقليمية

تزداد الاستثمارات الأجنبية المباشرة فيما بين الدول التي ترتبط ببعضها لأسباب ثقافية وحضارية وإقليمية. وقد أشارت إحدى الدراسات أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدول الصناعية قد تزايدت فيما بينها كنتيجة لهذه الأسباب.³

3-3-3- الإدارة العامة كعامل من عوامل تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

فالعامل على تطوير الإدارة العامة والتي تعتبر أحد المحددات الرئيسية للبيئة الاستثمارية، ومنها السياسات الضريبية، البيروقراطية، الحكم الرشيد، والقضاء وغيرها.⁴

3-3-4- الحملات الترويجية كعامل من عوامل تطوير السوق (الجانب التسويقي للصناعة المالية الإسلامية)

وينبغي تنفيذ حملات ترويجية متخصصة تبرر مزايا وفرص الاستثمار التي يمكن أن توفرها السوق، وإمكانية توفيرها لمزايا تنويعية للمستثمرين.⁵

¹- أحمد زكرياء صيام، "آليات جذب الاستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة: الأردن كنموذج"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، العدد 03، ديسمبر 2005، ص: 93.

²- حازم بدر الخطيب، "أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة: حالة دراسية في الأردن"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، العدد 04، جوان 2006، ص: 100.

³- المرجع نفسه، ص: 101.

⁴- عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، 17-18/11/2008، ص: 08.

⁵- عاطف علاونة، مرجع سبق ذكره، 17-18/11/2008، ص: 09.

المبحث الثاني: نحو إقامة سوق أوراق مالية إسلامية وتنظيمها

يحتاج قيام سوق أوراق مالية إسلامية إلى وجود إطار تشريعي وتنظيمي ينظمها، وهو يعبر عن مدى توفر الإرادة السياسية للدولة في إنشائها، ويؤثر هذا الإطار على المناخ الاستثماري وعلى مختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية الإسلامية. كما يشترط أن يكون متوائماً مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بما يسمح بمحاربة كل أشكال الغش والغرر والاحتكار والممارسات القذرة في السوق، ويضمن حماية المستثمرين وتعاملاتهم.

المطلب الأول: المتطلبات التشريعية والتنظيمية

يعتبر توفر الإطار التشريعي والتنظيمي من أهم المتطلبات اللازمة لقيام أية سوق للأوراق المالية، كما يعبر عن الإرادة السياسية للدولة ورغبتها في إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية.¹

1- تعريف المتطلبات التشريعية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالمتطلبات التشريعية والتنظيمية مجموعة التشريعات والتنظيمات والتعليمات الحاكمة لعمل سوق الأوراق المالية من حيث إصدار الأوراق المالية، تداول الأوراق المالية، إجراءات التسوية والمقاصة، تسجيل ونقل الملكية.² أي أنها الإطار الذي يحكم سير السوق وينظم تعاملاتها.

وينبغي أن تكون هذه القوانين مرنة، بما يسمح باستيعاب التطورات المحتملة والمتوقعة، وقادرة على التكيف مع المستجدات، وتمكن من تسيير التعامل في السوق وتوفير الحماية اللازمة للمتعاملين داخل السوق.³ وهو ما يمكن من جذب المزيد من المتعاملين إلى السوق وتوسيع حجمها وزيادة عمقها.

وللمتطلبات التشريعية والتنظيمية دوران رئيسيان هما دور تأسيسي ودور تنموي، ومن الأهمية ألا يطغى أحد هذين الدورين على الآخر عند صياغة التشريعات والتنظيمات. وينبغي أن يكون الهدف إيجاد نوع

¹ - ينظر:

محمد براق وعبد الحميد فيجل، "المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية: حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية استفادة بورصة الجزائر منها"، مجلة المعيار، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، مجلد 22، عدد 44، 2018، ص ص: 475-491.

² - الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية، وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، وفا (Wafa)، 2011، <http://info.wafa.ps/atemplate.aspx?id=2583>، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.

³ - شافية كتاف وذهبية لطرش، إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة إلى المنتدى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016م، الموافق 04-05 رجب 1437هـ، ص: 04.

من التوازن بينهما ذلك أن الغاية من التشريعات والتنظيمات هي تطوير السوق وتمكينه من تحقيق المصدقية والعدالة والكفاءة والفعالية.¹ إذ تمكن التشريعات والتنظيمات من تحقيق الرقابة المهنية على السوق.

ولتحقيق ذلك، تقوم الدولة بإصدار التنظيمات والتعليمات التي تحقق ما يلي:²

- ضمان جدية الشركات والتأكد من الجدوى الاقتصادية لنشاطها.
- الشفافية، من خلال توفير جميع المعلومات التي لها علاقة وأثر على قرارات الاستثمار متوفرة في الوقت المناسب لجميع الأطراف ذات العلاقة.
- الإفصاح، إذ الحصول على مدخرات المواطنين عن طريق سوق الأوراق المالية يتطلب الإفصاح عن أشياء محددة من خلال نشرة الإصدار، وأن يوافي السوق بتقارير دورية محددة من قبل الجهات الإشرافية لغرض الإفصاح.
- منع الاستخدام السيئ للأسواق، مثل استغلال بعض المتعاملين لمعلومات خاصة لديهم للإثراء عن طريق البيع والشراء من السوق.
- تحديد معايير الكفاءة للمتعاملين في الأسواق من سماسة وغيرهم.
- منع استخدام أي عقد لم توافق الجهات الرقابية على صيغته.

2- تقسيمات المتطلبات التشريعية والتنظيمية

تقسم التشريعات والتنظيمات بصفة عامة إلى التشريعات التعريفية، التشريعات التحفيزية، والتشريعات الرقابية، ويمكن توضيح كل منها فيما يلي:³

2-1- المتطلبات التشريعية والتنظيمية التعريفية

وهي التي تعرف وتحدد العناصر والأنشطة المكونة للنظام المالي بشكل عام ولسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، من أشخاص اعتباريين أو طبيعيين أو أدوات وأساليب ومفاهيم مستخدمة. وتحدد هذه التشريعات وظائف ومسؤوليات كل جهة والإجراءات التي تحكم عمل وحركة هذه العناصر والأنشطة.

¹ - عبد القادر ورسمه غالب، "المتطلبات التشريعية لأسواق المال: المتطلبات التشريعية لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة مع دول الخليج العربية"، قوانين السودان على الانترنت،

<http://lawsofsudan.net/index.php/sudanlaws-legal-essays/sudanlaws-legal-essays1/339-2012-07-21-21-18-35>

تاريخ المطالعة: 2017/07/05.

² - نسيمة أوكيل وأحمد ديبش وأحمد يحيوي، "الرقابة على أسواق الأوراق المالية: مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية"، الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2013/15، ص ص: 117-118.

³ - عبد القادر ورسمه غالب، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/07/05.

2-2- المتطلبات التشريعية والتنظيمية التحفيزية

وهي التي تهدف إلى تحفيز وتشجيع المشاركين في السوق على ممارسة نشاطهم وأعمالهم وفق سلوك مهني بناء يساهم في تطوير السوق وأنشطتها، كمنح امتيازات ضريبية للمتعاملين في السوق.

2-3- المتطلبات التشريعية والتنظيمية الرقابية

وتهدف إلى تعزيز الرقابة الفعالة على السوق وتأمين الحماية للمتعاملين والمشاركين، كما تحدد النشاطات المخالفة التي تضر بالسوق والعقوبات لمنع المتعاملين من ممارسة هذه الأنشطة. أي أنها تحدد الإطار الرقابي والتأديبي للسوق وما يترتب على مخالفته من عقوبات.

3- مكونات المتطلبات التشريعية والتنظيمية

عموماً، تتكون المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإنشاء السوق من تشريعات أساسية، وتنظيمات وتعليمات تبين المهام وتحدد المسؤوليات والآليات المتبعة في التعامل، وتمكن من تطوير السوق وحماية متعاملها.

3-1- التشريعات

يمكن تقسيمها إلى ثلاثة تشريعات أساسية تتمثل في قانون الشركات، قانون الأوراق المالية، وقانون هيئة سوق الأوراق المالية.¹

3-1-1- قانون الشركات

يتضمن قانون الشركات مختلف الأشكال القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها العمل وتصفيها.² ولقانون الشركات أهمية قصوى كونه ينظم القطاع الاقتصادي من حيث آلية تأسيس الشركات والأدوات المالية والاستثمارية المسموح لها طرحها للاكتتاب العام.³ وتنظيم علاقتها بإدارة السوق والمؤسسات الأخرى.

ويعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، كونه يحدد إجراءات تأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، ويحدد أنواع الأدوات المالية التي يمكن لهذه الشركات إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، إضافة إلى إجراءات الخصخصة، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده، وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها مما يتعلق بشؤون الشركات، كما يتضمن أحكاماً تمكن من توفير الحماية لحقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن ضمنها تلك المتعلقة

¹ - وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، وفا (Wafa)، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.

² - إبراهيم أونور، "فعالية أسواق الأسهم العربية"، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد التاسع والثمانون، السنة التاسعة، يناير/كانون الثاني 2010، ص: 02.

³ - وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، وفا (Wafa)، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.

بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها.¹ بما يمكن من الرقابة والإشراف عليها وحماية حقوق مساهمها والمتعاملين معها.

3-1-2- قانون الأوراق المالية (قانون سوق الأوراق المالية)

وينبغي أن يتضمن القضايا المتمثلة في أحكام وشروط ومتطلبات العضوية في السوق، أحكام إدراج وإلغاء إدراج الأوراق المالية في السوق، متطلبات الإفصاح والشفافية، أحكام تنظيم أنشطة الوسطاء، أحكام تداول الأوراق المالية، تعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، متطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، وأحكام المخالفات والعقوبات، وغيرها.²

كما قد يتضمن تأسيس السوق والشكل القانوني لها وأهدافها وتنظيمها، وتحديد نوعية وطبيعة الأوراق المالية المتداولة في السوق، لذلك يسمى قانون الأوراق المالية - أيضا - بقانون سوق الأوراق المالية.³

3-1-3- قانون هيئة سوق الأوراق المالية

ويتضمن هذا القانون - على سبيل المثال لا الحصر - المحاور المتعلقة بفصل الدور الرقابي لهيئة سوق الأوراق المالية عن الدور التنفيذي لإدارة السوق، تحديد مهام وصلاحيات الهيئة، تحديد القطاعات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، إضافة إلى تحديد التنظيم الإداري للهيئة، وغيرها.⁴

3-2- التنظيمات

تمثل التنظيمات مختلف القواعد والأحكام واللوائح المكملة للتشريعات والتي تحدد، تحكم وتنظم مختلف الأنظمة اللازمة لعمل السوق كنظام العضوية، نظام التداول، ونظام الإفصاح وغيرها.

3-2-1- نظام التداول

ويمثل مجموعة القواعد والأحكام التي يتم من خلالها تنظيم وتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال تحديث عملية التداول ومكنتها.⁵ وبالتالي زيادة سرعة السوق ورفع كفاءتها. ذلك أن الأنظمة الإلكترونية من ربط كافة المتعاملين بالبورصة بصورة آنية، مما يساهم في زيادة سرعة إتمام التعاملات وزيادة مستويات المنافسة وشفافية السوق، ومنه رفع كفاءتها وفعاليتها.⁶

¹ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 86.

² - إبراهيم أونور، مرجع سبق ذكره، يناير/كانون الثاني 2010، ص: 03.

³ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 88.

⁴ - وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية، وفا (Wafa)، مرجع سبق ذكره، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.

⁵ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 90.

⁶ - يوسف عبد الله نجي، "أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في الاقتصاد الوطني"، مجلة الساتل، ص: 270.

، تاريخ المطالعة: 2017/07/09، <http://www.7ou.edu.ly/alsatil/6/11.pdf>

3-2-2- نظام الإفصاح والشفافية

ويضم مجموعة القواعد والإرشادات التي تنظم عملية إفصاح الشركات المساهمة العامة والمؤسسات الأخرى المدرجة في السوق عن بياناتها المرحلية والتغيرات الجوهرية، ومختلف تقاريرها وبياناتها.¹ وتتضمن هذه القواعد والأحكام ضرورة إدخال المعلومات والبيانات المالية اللازمة في القوائم المالية للشركة، ويعتبر هدف البيانات المالية توفير معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتيجة أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفقاتها النقدية التي يستفيد منها مستخدموها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الأكثر رشادة.²

3-2-3- أنظمة أخرى

توجد أنظمة أخرى في سوق الأوراق المالية منها نظام الإدراج، نظام العضوية، نظام فض المنازعات، وقواعد السلوك المهني. وتمثل هذه الأنظمة مختلف القواعد والأحكام والإرشادات والتي قد تأخذ شكل لوائح تبين شروط إدراج الشركات في السوق وتنظم علاقة الوسيط بالعميل ومختلف أطراف السوق، كما تعالج مختلف الاختلالات التي تحدث في السوق كمخالفة نظام الإفصاح والشفافية، وتعمل على تسوية النزاعات أو أي قضايا أخرى، وهو ما يمكن من زيادة المتعاملين في هذه السوق نتيجة شعورهم بالأمان.³

3-3- التعليمات

وتصدر هذه التعليمات لتفسير مختلف التشريعات والتنظيمات التي سبق ذكرها ومواكبة القضايا المستجدة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية الإسلامية كإصدار تراخيص لتسجيل صناديق الاستثمار الإسلامية ومختلف الشركات المتعاملة في السوق وغيرها من التعليمات، الهادفة إلى تطوير السوق وزيادة كفاءتها. وما يشترط في هذه المتطلبات التشريعية والتنظيمية أن يكون مصدرها الشريعة الإسلامية ولا مانع من الاستفادة من بعض التشريعات واللوائح المعمول بها في بعض أسواق الأوراق المالية القائمة حالياً في بعض البلدان الإسلامية التي سمحت بالنشاط المالي الإسلامي، ثم التأكد من أن هذه التشريعات واللوائح غير متعارضة مع قواعد الشريعة الإسلامية وأنها ستسهم في تحقيق مقاصدها.⁴ وهذا يعني أن التشريعات والتنظيمات ينبغي أن تصاغ تبعاً لمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية وليس العكس.

¹ دليل المستثمر: نصائح وإرشادات للاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية للاستثمارية، سوق فلسطين للأوراق المالية، تشرين ثاني 2006، ص: 15.

² صفوت عبد السلام عوض، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 06.

³ سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، تشرين ثاني 2006، ص: 15.

⁴ عبد الرحمن يسرى أحمد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 434-435.

وبشكل عام، يتعين تنظيم ومراقبة كل مؤسسة، لا سيما تلك المتعلقة بالتمويل، ورصدها عن كثب، وهذا أمر ضروري لحماية أموال المستثمرين من إخفاقات الوسطاء وكفالة ذلك وإعادة توزيع السياسات وتجنب الجرائم المالية. ويمكن تحقيق هذا الهدف التنظيمي من خلال تنظيم الأوراق والمؤسسات المالية وأيضا من خلال الحوكمة الفعالة للشركات. وبالنظر إلى الدور الذي تضطلع به إدارة السوق في النمو الاقتصادي والتنمية فمن الضروري حماية السوق بالإطار القانوني، الأمر الذي يضمن عدم استغلال أي شخص لثغرات النظام وإساءة استخدامه. وقد وجدت بعض الدراسات أن هناك علاقة قوية بين الحماية القانونية للمستثمرين، والتنمية الاقتصادية، كما تؤدي الحماية القانونية إلى زيادة حجم السوق من خلال التوسع والتطوير.¹

كما يتيح الإطار القانوني والمحيط الضريبي العديد من الاختيارات الاستثمارية أمام المستثمرين، بحيث يختار كل مستثمر استراتيجية خاصة به، بناء على تفضيلاته، وكذا الخطر المحتمل والربح الممكن.² ويهدف الإطار التشريعي والتنظيمي إلى حماية المستهلكين، ووضع القيود العادلة للمنافسة، وإلى حفظ المعايير الملائمة التي تضبط سلوكيات المشاركين في السوق، ومن فوائده ضمان الثقة والاطمئنان وزيادتهما لدى كل المتعاملين في ميدان سوق الأوراق المالية الإسلامية. ومن أهدافه أيضا حماية المستثمرين ومنهم حملة الصكوك، وذلك بتعزيز ثقة المستثمر - المحلي والدولي - وحمايته وتوفير شفافية المعلومات والتعامل ومنع الاحتيال. إضافة إلى تطوير السلوك المهني بين المتعاملين في السوق لضمان العدالة والشفافية ودفع احتمال وقوع ظاهرة التخلف وتقليلها، كما أن تميز السوق وفعاليتها لا ينحصر فقط في العدالة والشفافية بل يتعداه إلى ضمان الثقة القانونية.³

4- دور البنك المركزي وهيئة الرقابة القانونية في إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية

يعتبر تدخل البنك المركزي في إنشاء وتطوير سوق أوراق مالية إسلامية من صميم المتطلبات التشريعية والتنظيمية، باعتباره الجهاز الذي يسمح بإصدار الأدوات المالية والإشراف على المؤسسات، كما أن لهيئة الرقابة القانونية دور كبير في تنظيم ومراقبة السوق.

¹ - Ahmed Audu MAIYAKI, "principles of Islamic capital market", international journal of academic research in accounting, Finance & Management Sciences, vol.3, NO.4, Octobre 2013, p: 282.

² - محمد براق ومحمد الشريف بن زواي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع ... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص: 05.

³ - التشريعات القانونية والرقابية الحاكمة للأسواق المالية الإسلامية: تجربة ماليزيا للصكوك في السوق المنظمة، المؤتمر الدولي الرابع بعنوان: الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، 16-17/08/2017، ص ص: 09-10.

4-1- دور البنك المركزي في منح تراخيص الإنشاء وتداول الأدوات الاستثمارية والمنتجات المالية من الطبيعي أن تكون المسؤولية المباشرة للبنك المركزي في التنظيم والإشراف على سوق الأوراق المالية والمحافظة على استقرارها نشاطا وسيولة وأسعارا.¹ ويعد تعزيز استقرار سوق الأوراق المالية أحد الأنشطة التي تقع على عاتق البنك المركزي كأحد عناصر استقرار الاقتصاد الوطني ككل.²

وتعتبر مهمة إشراف ورقابة البنك المركزي على مختلف المؤسسات المالية التقليدية والإسلامية من أهم مهامه في علاقته مع سوق الأوراق المالية الإسلامية، إذ يمنح الترخيص لأنواع الشركات والمؤسسات المالية المختلفة، ويحدد مفهوم هذه الشركات، وأنواعها، واختصاصاتها، ويحدد الجزاءات التي تقع عليها في حالة المخالفة. وهي علاقة تجعل البنك المركزي صاحب سلطة عليا على تلك الشركات والأسواق، يشرف عليها ويراقب أعمالها ونشاطاتها ويحدد الصكوك والأدوات المالية التي تقوم ببيعها واستثمارها. كما يحدد لها الضوابط الشرعية التي تختص بها وتميزها عن غيرها من الأسواق والشركات التقليدية، ومن أمثلة ذلك إلزام البنك المركزي للشركات والمؤسسات المالية الإسلامية والسوق بضرورة وجود هيئة رقابة شرعية وتدقيق شرعي يدقق في مدى شرعية كل الأعمال والنشاطات التي تقوم بها هذه المؤسسات. وقد وصل الأمر ببعض البنوك المركزية إلى التدخل في تحديد نوعية الأدوات المالية، ووسائل الاستثمار التي تراولها الشركات والمؤسسات المالية الإسلامية.³

ويرتبط تفعيل دور الجهاز البنكي (المصرفي) - عموما - في تنمية سوق الأوراق المالية بمدى تحرير القطاع المالي، وسعة الشبكة المصرفية المتوافرة والتي تعمل على أساس تنافسي.⁴ ويقع على البنوك المركزية توفير التشريع اللازم لتحقيق التحرير المالي، بما يسمح للبنوك من توسيع نشاطاتها، والسماح لها باستخدام الأدوات المالية الجديدة، والسماح لها بإنشاء بنوك استثمار خاصة للترويج والاكتتاب في الإصدارات الجديدة (الأسهم والصكوك)، إضافة إلى الترخيص للبنوك بالمشاركة في ملكية

¹ - دور البنك المركزي في إنشاء سوق الأوراق المالية وتطويرها، ص: 224.

<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/arado/unpan024201.pdf>، تاريخ المطالعة يوم: 2017/05/29.

² - خليفة ثامر الحميدة، وسائل الإدارة في الرقابة على سوق الأوراق المالية، مؤتمر سوق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 38.

³ - محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2011/1432، ص ص: 382-383.

⁴ - عبد المنعم السيد على، "دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية"، مجلة شؤون خليجية، العدد 60، شتاء 2010، ص: 189.

وإدارة مشروعات إنتاجية تثبت جدارتها الاقتصادية.¹ وكل ذلك في إطار الشريعة الإسلامية سواء فيما تعلق بالمعاملات أو بإصدار وتداول الأوراق المالية وغيرها.

كما يمكن للبنك المركزي المساهمة في تدريب العاملين في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على الأقل في مرحلة التحول نحو النظام الإسلامي.²

فعلى الرغم من عدم سن قوانين خاصة بالبنوك الإسلامية بالسعودية إلا أن مؤسسة النقد العربي السعودي^(*) لم تعارض إدخال البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية في تعاملاتها، وأنشأت وحدة للتدريب المصرفي الإسلامي بالمعهد المصرفي، وتدعم العمل المصرفي من خلال اللجان الدورية التي تنظمها بالاشتراك مع المسؤولين عن العمل المصرفي الإسلامي في هذه البنوك، وتنظيم ندوات متعلقة بالمصرفية الإسلامية، وتدريب موظفي الرقابة على فنون المصرفية الإسلامية، مما ساهم في تحول بعض البنوك إلى المصرفية الإسلامية تحولا كليا.³

إضافة إلى ما سبق، فإن البنك المركزي يقع على عاتقه السهر على تفعيل ومراقبة وإرساء مبادئ الحوكمة المؤسسية على مستوى مختلف البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك من خلال إجراءات الرقابة المصرفية ووسائل الوقاية والضبط والسيطرة الداخلية بالقدر الذي يحقق الحماية الكافية لأصول المؤسسات المالية والمصرفية وحقوق المودعين، ويضمن سلامة مركزها المال وتدعيم استقرارها المالي والإداري.⁴

وبهذا، يمكن ملاحظة أن البنك المركزي يتدخل في سوق الأوراق المالية الإسلامية تارة كمتعامل، وتارة أخرى كمنظم للسوق.

1- عبد المنعم السيد على، مرجع سبق ذكره، شتاء 2010، ص: 189.

2- أحمد طه العجلوني، "النظام المالي الإسلامي المعاصر: الإطار النظري وإمكانية التطبيق العملي"، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 37، العدد 2، 2010، ص: 278.

(*)- تعتبر مؤسسة النقد العربي السعودي بمثابة البنك المركزي للدولة، حيث تقوم بمهام البنوك المركزية المتعارف عليها في باقي دول العالم.

3- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية: دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، دراسة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة، مصر، 2006، ص: 118.

4- شوقي عاشور بورقبة وعبد الحليم عمار غربي، "أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات في أداء المصارف الإسلامية: دراسة تطبيقية"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 01، ديسمبر 2014، ص: 114.

4-2- إنشاء هيئة رقابة قانونية

يعتبر إنشاء هذه الهيئة بالغ الأهمية، حيث توكل لها مهمة تنظيم ومراقبة السوق والعمل على توفير المناخ الملائم لتداول الأوراق المالية في السوق الثانوية وتأهيل الوسطاء وقبولهم إذا ما استوفوا الشروط المطلوبة. وتملك هذه الهيئة حق قبول أو رفض تسجيل أوراق مالية جديدة أو إحلال ورقة مالية محل أخرى، وفرض مخالفات على الشركاء والوسطاء الذين يخلون بالالتزامات والتشريعات المعمول بها، ونظرا لأهمية هذه الهيئة في استمرارية عمل السوق وحماية المستثمرين، فإنها تضع مختلف الترتيبات لتنظيم عمليات البيع والشراء في السوق.¹

وترتبط فعالية رقابة هذه الهيئة على سوق الأوراق المالية بقيامها على ثلاثة مرتكزات تتمثل فيما يلي:²

- وجود قانون تستمد منه الجهة الرقابية قوتها وسلطاتها.
 - وجود قواعد سلوك تسري على الجهات الخاضعة للرقابة.
 - الإشراف على إنفاذ القوانين وتوفير صلاحية معاقبة المخالفين.
- وفي إطار سوق أوراق مالية إسلامية، ينبغي أن ترتبط هذه المرتكزات الثلاث بأحكام الشريعة الإسلامية والتنسيق المحكم مع هيئات الرقابة الشرعية لمختلف المؤسسات المتعاملة في السوق.

المطلب الثاني: المتطلبات المؤسسية والبنية التحتية للسوق

لا يمكن تصور سوق أوراق مالية - تقليدية أم إسلامية - دون وجود المؤسسات المالية والشركات المتعاملة فيها. فإضافة إلى دورها في السوق، فإن لها آثارا هامة على الاقتصاد الوطني، وتزداد أهميتها أكثر عندما تتعامل بأنظمة للتداول والإفصاح وغيرها.

1- المؤسسات المالية والهيئات الأخرى العاملة في السوق

تأخذ المؤسسات المالية أو الهيئات المتعاملة في السوق أشكالا مختلفة، فقد تأخذ شكل مؤسسات استثمار، أو شكل مؤسسات وسيطة، كما قد تكون مؤسسات نقدية أو مالية، حكومية أو خاصة.

1-1- الشركات المساهمة العامة

وتعرف بأنها "الشركات التي لها رأس مال مقسم إلى أسهم متساوية القيمة قابلة للتداول، وغير قابلة للتجزئة، ويكون لكل شريك بحسب ما وضع من أسهم، ولا يكون مسؤولا إلا بما وضع من أسهم في الشركة".³

¹- نسيم أوكيل وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2013/15، ص: 118.

²- المرجع نفسه، ص: 115.

³- سعيد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار الصميعي للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، الطبعة الثانية، 2012، ص: 40.

وللشركات المساهمة مزايا متعددة ذات صلة بسوق الأوراق المالية الإسلامية، منها ما يلي:¹

- تعبئة المدخرات لتمويل التنمية، إذ يمكن من خلال شركات المساهمة جمع رؤوس أموال ضخمة من مساهمات صغار المستثمرين، تقوم بمشاريع كبيرة في المجتمع من تشييد المباني الضخمة وبناء المطارات وإنشاء المصانع، ومشاريع تجارية وصناعية وزراعية وخدمية وغيرها.
- تقوم على استثمار الأموال دون حاجة لوجود أصحابها مما يسمح للكثيرين بالمشاركة فيها مع احتفاظهم بعملهم الأصلي، الأمر الذي يؤدي إلى سهولة تداول الأموال واشتراكها في خدمة أهداف التنمية.
- وينتج عن زيادة عدد الشركات المساهمة زيادة تداول الأسهم، مما يسمح بتلبية حاجات البناء الاقتصادي، كما يمكن من تطور وسائل الاستثمار الفردية، والانطلاق إلى مجالات أوسع مما يوفر فرص لتنوع مصادر الدخل الوطني وتنويع الإنتاج وتقليل الاعتماد على النفط الذي يعتبر حاليا مصدرا أساسيا للإنتاج.²

كما تستمد شركات المساهمة العامة أهميتها، أيضا، من أهمية تطوير عمليات التداول بالأسهم، والتي تحقق المزايا الموائية:³

- تنوع المنافذ الاستثمارية في البلد.
 - تحد من تسرب رؤوس الأموال الوطنية إلى الخارج.
 - تساعد على إنشاء قاعدة إنتاجية متنوعة.
 - توجد وعيا استثماريا بين المتعاملين.
- 1-2- البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

تتعامل في سوق الأوراق المالية في النشاطات الاقتصادية المنتجة والتي ينتج عنها قيمة مضافة للاقتصاد. بمعنى آخر، يتم التعامل أساسا في الأصول الحقيقية وليس المالية، وذلك عن طريق الأدوات المالية المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.⁴

1-3- شركات السمسرة في الأوراق المالية

لا يمكن التعامل في سوق الأوراق المالية إلا من خلال سمسرة الأوراق المالية، وتعد مهنة السمسرة مهنة قانونية قائمة بذاتها.¹ ويشترط تمتع شركات السمسرة بالسمعة الطيبة والخبرة والقدرة المالية، وعدم

¹- المرجع نفسه، ص: 41.

²- محمد كمال أبو عظمة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56/ صيف - خريف 2011، ص ص: 134-135

³- المرجع نفسه، ص: 135.

⁴- فريد مشري وصبرينة عتروس، "السوق المالية الإسلامية: المفهوم والأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية (البحرين)"، مجلة الاجتهاد القضائي، مخبر أثر الاجتهاد القضائي على حركة التشريع، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الحادي عشر، ص: 94.

اتباعها سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، ويدخل عمل شركات السمسرة شرعا في باب الوكالة في البيع والشراء، مقابل عمولة معلومة وتسري عليها أحكام الإجارة.²

1-4- صناديق الاستثمار الإسلامية

تعرف صناديق الاستثمار بأنها "مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة، تتولى تجميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، تعهد بها إلى جهة أخرى لإدارتها لاستثمارها في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى نيابة عن المدخرين لتحقيق أعلى عائد من الربح بأقل مخاطرة وفق شروط متفق عليها".³

وتختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن التقليدية في جملة من النقاط منها ما يلي:⁴

- مجالات الاستثمار وصيغ التمويل (الأدوات الاستثمارية)، حيث يجب أن تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- وجود هيئات الفتوى والرقابة الشرعية، حيث يتم التأكد من موافقة الأنشطة الاستثمارية لهذه الصناديق مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.

وتساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:⁵

- تمثل صناديق الاستثمار الإسلامية وسيلة فعالة لتوسيع قاعدة الملكية، وذلك من خلال استثمارها لأموالها في شراء أوراق مالية.

- وسيلة فعالة لتنشيط وتدويل السوق، بجذبها لصغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لمعرفة مالية واسعة.

- تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، وبالتالي تؤدي دورا فعالا في تحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

- تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، مما يساعدها على الاتجاه للسوق لتمويل نشاطها بدلا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

¹- محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 55.

²- فريد مشري وصبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

³- عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية: مفهومها، خصائصها وأحكامها، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2008، ص: 03.

⁴- المرجع نفسه، ص: 04-05.

⁵- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 2006، ص: 57.

1-5- شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عددا من الأهداف، وتتمثل في الاستثمار الطويل والقصير الأجل، وكذلك في طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية. وبناء على ذلك، يمكن اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب وأهداف المستثمر. ولا يقتصر عمل تلك الشركات على تكوين تلك المحافظ لصالح المستثمرين فقط، بل تقوم بإدارتها فتتابع تطور تلك الأوراق، فقد تباعها لتحقيق أرباحا أو لإعادة استثمارها في قطاعات أخرى أكثر ربحية. وعادة ما تقوم البنوك بهذا النشاط كخدمة لعملائها أو كوجه استثمار لأموالهم.¹

1-6- شركات رأس المال المخاطر (الاستثماري)

عرف رأس المال المخاطر بأنه "نشاط يقوم به المستثمرون لتشجيع المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية التي تمكنهم من استغلال الفرص، وبالتالي تحقيق أرباح مرتفعة على المدى الطويل".² أما رأس المال المخاطر الإسلامي فهو نموذج للتمويل الإسلامي لأنه يمثل وسيلة الاشتراك في التمويل المشتمل على مبدأ المشاركة في تحمل المخاطر. وهو مبدأ يعكس مبدأ الإنصاف والعدالة في المعاملة التجارية، حيث يتجلى مبدأ تقاسم الربح والخسارة في شكله المثالي.³ ويندرج التكليف الشرعي لمؤسسات رأس المال المخاطر تحت مشروعية الشركات المساهمة القائمة على مبدأ الغنم بالغرم، وطالما توافرت ضوابط العقود الشرعية في مؤسسات رأس المال المخاطر فهي جائزة، وتتمثل هذه الضوابط فيما يلي:⁴

- التراضي الوارد في قوله تعالى: ﴿إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾.⁵

- الالتزام بالشروط التي يضعها المتعاقدون مالم تحرم حلالا أو تحل حراما لقوله - صلى الله عليه وسلم: "المسلمون عند شروطهم إلا شرطا أحل حراما أو حرم حلالا".
- أن يحقق العقد مصلحة مشروع ومعتبرة لأطرافه.
- أن يخلو العقد من الربا والضرر والظلم، أو اشتماله على أية حيلة تؤدي إلى ذلك.

¹ - عطية فياض، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 99.

² - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, Venture Capital Islamic Finance and SMEs: Valuation, Structuring and Monitoring Practices in India, PALGRAVE MACMILLAN, Great Britain, 2006, p: 36.

³ - التمويل الإسلامي: نموذج مثالي للأسهم الخاصة ورأس المال المخاطر، بنك نيجارا، ماليزيا، 30 سبتمبر 2015، ص: 01.

⁴ - أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 224.

⁵ - الآية: 29 من سورة النساء.

وتعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر وسيلة جذابة للمستثمرين المخاطرين الراغبين في تحقيق معدلات مرتفعة من الأرباح في الأجل المتوسط والطويل، إضافة إلى رغبة المستثمر في تسهيل أمواله حينما يشاء من خلال بيع أسهمه في سوق الأوراق المالية، مما يساهم في تشجيع الاستثمار وتنشيط سوق الأوراق المالية.¹

1-7- شركات المقاصة والتسوية

التسوية تتمثل في "اتخاذ الإجراءات المتعلقة بتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع، وتسليم ثمنها من قبل وسيط المشتري، بما في ذلك التأكد من سلامة هذه الأوراق من الغش ونحوه، وعدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن أو غيره".² في حين يقصد بالمقاصة "إسقاط كل واحد من الوطاء ماله من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من دين".³ وتقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بما يلي:⁴

- استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من استلام وتسليم الأوراق المالية.
- تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة بينها.
- الحفظ المركزي، حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات، وعند إتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية حساب البائع وهي مازالت في الحفظ المركزي، مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر.

1-8- شركات الترويج والتغطية للاكتتاب في الأوراق المالية

والمراد من ذلك هو إدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية وجلب المستثمرين وما قد يتصل بذلك من نشر في وسائل الإعلام، ولها أن تقوم بنفسها بالاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام وغير المطروحة للاكتتاب العام، ولها إعادة طرحها في اكتتاب عام أو مغلق بذات الشروط والأوضاع الواردة بنشرة الاكتتاب المعتمدة خلال مدة أقصاها سنة من تاريخ اعتماد تلك النشرة دون التقيد بالقيمة الاسمية للورقة وبذلك تنشئ هذه الشركات السوق الثانوية عن طريق طرح ما تكتتب فيه من أسهم في السوق بعد أن تتكون مقومات الطلب عليها، وفي نفس الوقت تنشط السوق الأولية عن طريق الاكتتاب في الأوراق المالية أو تسويقها أو ترويجها.⁵

¹ - المرجع نفسه، ص: 225.

² - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 67.

³ - المرجع نفسه، ص: 67.

⁴ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، حزيران (يونيو) 2002، ص: 59.

⁵ - عطية فياض، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 98.

2- إنشاء وكالات للتصنيف الائتماني

تمكن وكالات التصنيف الائتماني من توفير معلومات هامة عن المؤسسات والشركات المتعاملة في سوق ما، وهو ما يمكن المتعاملين من اتخاذ القرار المناسب بشأن التعامل معها من عدمه، وهو ما يساهم في تنشيط السوق.

2-1- تعريف وكالة التصنيف الائتماني

يعرف التصنيف الائتماني بأنه "عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملاءمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت، لا يعتبر التصنيف الائتماني ضماناً لقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها".¹

كما عرف التصنيف الائتماني بأنه "حكم تصدره إحدى وكالات التصنيف الائتماني العالمية على مدى قدرة دولة ما أو مؤسسة ما على سداد ما عليها من ديون والتزامات، وهذا الحكم هو درجة محددة ضمن مقياس متسلسل".²

كما يعبر التصنيف الائتماني عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول:³

- الملاءة الائتمانية العامة للطرف المقابل، أي قدرته ورغبته في الوفاء بالتزاماته المالية.

- الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى.

إضافة إلى ما سبق، تعبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.⁴

2-2- أهمية وكالة التصنيف الائتماني في سوق الأوراق المالية

تساعد وكالات التصنيف الائتماني المستثمرين في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، إذ تزودهم بدرجة التصنيف الائتماني والتي تعكس مخاطر الائتمان لمصدري الأوراق المالية في بلد ما، كما تزود المستثمرين بتقارير التصنيف الائتماني للبلدان والإصدارات المالية التي تحتوي معلومات تفصيلية وتحليلية عن المخاطر المالية، وهو ما يمكن المستثمرين من اتخاذ قرار الاستثمار باستخدام مقياس العائد والمخاطرة.⁵

¹ - أحمد مداني، "دور وكالات التصنيف الائتماني في صناعة الأزمات في الأسواق المالية ومتطلبات إصلاحها"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص: 54.

² - يوسف أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية بالتركيز على الأزمة المالية العالمية 2008، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015، ص: 53.

³ - أحمد مداني، مرجع سبق ذكره، جوان 2013، ص: 54.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 55.

⁵ - رامي زعتري، التصنيف الائتماني وآفاق تطبيقه في الاقتصاد السوري: دراسة تطبيقية، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد والعلاقات الدولية، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، 2011، ص: 90.

من جهة أخرى، يعتبر التصنيف الائتماني من أبرز محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، وعامل مهم لجذب المستثمرين، حيث إن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين درجة التصنيف الائتماني للبلد وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.¹

وتحقق وكالات التصنيف فوائد متعددة للأسواق المالية بشكل عام، ومنها ما يلي:²

- تحفيز نمو السوق وزيادة عمقها المالي.
 - تحفيز الاستقرار وتعزيز الأمان.
 - المساهمة في رفع كفاءة السوق المالية من خلال توفير ونقل معلومات صحيحة.
 - زيادة ترابط الأسواق المالية محليا وعالميا وتعزيز الاندماج في السوق العالمية.
 - تسهيل الحصول على القروض ومعلومات عن الفرص الاستثمارية.
 - إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بإطار فعال للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة.
- وعلى مستوى الصكوك الإسلامية، فتؤدي وكالات التصنيف الائتماني دورا أساسيا في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في الأسواق المالية، وتحديد السعر العادل للورقة المالية المصدرة، إذ تشترط القوانين المنظمة للتصكيك الإسلامي تمتع الأصول محل التصكيك بشهادة التصنيف الائتماني لمحفظه التصكيك التي تصدر الصكوك في مقابلها، وهو عامل مهم لحماية حملة الصكوك الإسلامية.³
- وتجدر الإشارة إلى أن أسواق الأوراق المالية أصبحت حساسة لدرجة التصنيف الائتماني الصادرة عن وكالات التصنيف الائتماني، وذلك لتأثيرها على قدرة الشركات والدول على الدخول إلى أسواق المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب.⁴

3- توفير نظام الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة، ووضع إطار للحوكمة المؤسسية

يعتبر تحقيق كفاءة السوق أمر بالغ الأهمية، ومما يحقق ذلك إنشاء الهيئات ذاتية التنظيم والإدارة، والعمل على وضع وتطبيق إطار ملائم للحوكمة المؤسسية.

3-1- توفير نظام الهيئات الذاتية التنظيم والإدارة

وهو نظام يشمل مجموعة من الأعضاء في سوق الأوراق المالية لديهم السلطة في تنظيم النشاط المهيم لأعضاء هذه الصناعة، ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض، لتحقيق هدف كفاءة السوق بما

¹- المرجع نفسه، ص: 91.

²- ناجي التوني، "مؤشرات الجدارة الائتمانية"، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد الرابع والأربعون، السنة الرابعة، أغسطس / آب 2005، ص: 04.

³- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010/2011، ص: 77.

⁴- أحمد مداني، مرجع سبق ذكره، جوان 2013، ص: 55.

يعود عليهم بالنفع من خلال وضع القواعد والقوانين المنظمة للتعامل في الأوراق المالية لأعضائها بما يضمن توافقها وورغبتهم، كما تشمل مسؤوليات التنظيم الذاتي، تنظيم التعاملات في السوق من حيث إجراءات القيد والتداول، ومراقبة السوق وقواعد المقاصة والتسوية والإفصاح.¹

ويتطلب نجاح هذه الهيئات توفر مجموعة من الشروط منها ما يلي:²

- توفر قانون يسمح بتواجدها ويخولها سلطات، وأن يتبنى التنظيم وضع نظام وآداب المهنة التي تحكم علاقة الأعضاء والعملاء علاوة على ضرورة اشتغالها على جميع العاملين في سوق الأوراق المالية وألا تهدف إلى تحقيق الربح.

- كفاءة المؤسسات والعنصر البشري ونظم الإفصاح والمعلومات المالية.

3-2- وضع إطار للحوكمة المؤسسية

يمكن وضع إطار ملائم للحوكمة مستمد من الشريعة الإسلامية من محاربة كل الممارسات اللأخلاقية وحماية المستثمرين وتحقيق أهداف الشركات والمؤسسات ومنه تطوير سوق أوراق مالية إسلامية.

3-2-1- تعريف الحوكمة المؤسسية من منظور إسلامي

تعرف الحوكمة بأنها "مجموعة العلاقات أو النظم المستخدمة في التوجيه والإدارة، تحديداً للمسؤوليات وضبطاً للأهداف والسياسات المالية وغيرها، وتشمل آلية حوكمة الشركات الإشراف على تنفيذ السياسات ومحاسبة المؤسسة المالية أمام المساهمين تحقيقاً لأهداف الشركة وتعزيزاً لأدائها وللتأكد من توافق أنشطتها وأعمالها مع القواعد والقوانين".³

ولا تختلف الحوكمة الشرعية عن حوكمة الشركات التقليدية إلا فيما يتعلق بالقانون الذي يحكمها، إذ الحوكمة الشرعية مستمدة من الشريعة الإسلامية بينما الحوكمة التقليدية مبنية على القوانين الوضعية.⁴ كما تعرف الحوكمة الشرعية (نظام الضوابط الشرعية) حسب مجلس الخدمات المالية الإسلامية بأنها "النظام الذي يشير إلى مجموعة من الترتيبات المؤسساتية والتنظيمية التي تتأكد من خلالها مؤسسات الخدمات المالية الإسلامية أن هناك إشرافاً شرعياً فعالاً مستقلاً على كل وحدة من الهياكل والإجراءات الآتية".¹

¹ - شذا جمال الخطيب وصعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 164-165.

² - المرجع نفسه، ص: 165.

³ - Choudhary Slahudin, "OECD Principles and the Islamic Perspective on Corporate Governance", Review of Islamic Economics, Vol.12, No. 1, INTERNATIONAL ASSOCIATION FOR ISLAMIC ECONOMICS, 2008, p: 31.

⁴ - محي الدين يعقوب أبو الهول، الحل الإسلامي للأزمة المالية العالمية، تقديم رفعت السيد العوضي، دار السلام للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2012، ص: 58.

والمقصود بالعمليات الآتية هاهنا، أربعة أشياء تتمثل فيما يلي:²

- إصدار الفتاوى /القرارات الشرعية، والتي تشير إلى الآراء الفقهية في أي مسألة ما ذات علاقة بالمسائل الشرعية في التمويل الإسلامي التي تقدمها الهيئة الشرعية المعنية رسمياً (مثل الهيئة الشرعية العليا، أو مجلس الإفتاء). وعند تطبيق فتوى أو قرار شرعي، فإنه يجب أن يكون "حكماً شرعياً" له الأثر القانوني الكامل الملزم للمؤسسة المالية الإسلامية.

- نشر المعلومات المتعلقة بالفتاوى /القرارات الشرعية بين الموظفين العاملين في المؤسسة المالية الإسلامية الذين يراقبون يومياً الالتزام بالفتاوى /القرارات الشرعية على كل مستوى من العمليات وفي كل المعاملات.

- مراجعة/تدقيق الالتزام الشرعي الداخلي للثبوت من تحقق ذلك الالتزام وأن يتم من خلاله تدوين وتقرير أي حدث يتعلق بعدم الالتزام ثم معالجته وتصحيحه قدر الإمكان، وتسند هذه المهمة إلى شخص مدرب جيداً على ذلك.

- أن تتضمن عملية مراجعة الالتزام/التدقيق الشرعي السنوي التأكد من أن هذه المراجعة/التدقيق قد تمت بطريقة مناسبة وأن نتائجها تمت دون أية ملاحظة عليها من قبل الهيئة الشرعية. ويمكن أن تتولى هذه المهمة نفس الهيئة الشرعية التي أصدرت الفتاوى أو القرارات، أو تكليف مراجع خارجي أو مكتب استشاري شرعي خارجي للقيام بها شرط توفر الكفاءة المناسبة.

3-2-2- مبادئ الحوكمة المؤسسية من منظور إسلامي

تتمثل عناصر الحوكمة المؤسسية من منظور إسلامي في أربعة (04) معايير أساسية هي الشفافية، المسؤولية، والكشف (الإفصاح)، والعدل.³

3-2-2-1- الشفافية

وتعني ضمان الكشف الدقيق في الوقت المناسب والمضبوط بشأن المسائل المادية، مثل الوضع المالي وسير العمل والملكية.⁴ وتعتبر الشفافية حقاً دائماً يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين.⁵

¹ - المبادئ الإرشادية لنظم الضوابط الشرعية للمؤسسات التي تقدم خدمات مالية إسلامية، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، ديسمبر 2009، ص: 03.

² - المرجع نفسه، ص: 03-05.

³ - محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 59.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 60.

⁵ - صفوت عبد السلام عوض الله، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 05.

وهي أحد أهم الشروط الأساسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية، حيث تقيس مدى توفر المعلومات المالية المطلوبة عن المؤسسات والشركات، مثل مستوى الأسعار، عمق السوق، والتقارير المالية المدققة، ويؤدي تدفق المعلومات عن الشركات والمؤسسات المالية المدرجة في السوق وعن حالة السوق دوراً فعالاً في منع الفساد والتلاعب في حال عدم تناسق المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين، ما قد يحول دون تعبير سعر الورقة المالية عن جميع المعلومات المتاحة عن الشركة وابتعاده عن "قيمتها العادلة"، ومنه الإخلال بكفاءة السوق.¹

3-2-2-2- المسؤلية

تعني تحديد مسؤلية كل طرف بدقة، والعمل على أدائها بكل صدق وأمانة، وأن مسؤلية كل طرف في المؤسسة حددتها الشريعة الإسلامية تحديداً دقيقاً. لأن أي مسؤلية يتحملها المسلم بناء على تعاقد مع غيره لا يكون مسؤولاً فقط أمام من تعاقد معه، إنما هو مسؤول أولاً أمام الله عز وجل.² قال تعالى: ﴿وَكُلٌّ إِنْسَانٍ أَلْزَمْنَاهُ طَائِرَهُ فِي عُنُقِهِ وَنُخْرِجُ لَهُ يَوْمَ الْقِيَامَةِ كِتَابًا يَلْقَاهُ مَنشُورًا﴾.³ وقوله عز وجل: ﴿يَوْمَ يَبْعَثُهُمُ اللَّهُ جَمِيعًا فَيُنَبِّئُهُم بِمَا عَمِلُوا أَمْثِلًا لِّأُولَئِكَ الَّذِينَ كَانُوا يَسْتَفْتُونَ﴾.⁴

وجاء في قول النبي - صلى الله عليه وسلم (كلكم راع وكلكم مسؤول عن رعيته).⁵ والمسؤلية في الإسلام لا تنتهي باتخاذ قرار في ضوء البيانات والمعلومات الصادقة، بل هي ممتدة إلى نتائج هذا القرار وآثاره.⁶

وترتبط المسؤلية بالمساءلة ارتباطاً وثيقاً، حيث يقصد بها ضرورة محاسبة كل مسؤول عن التزاماته وربط مدى الوفاء بها بنظام الثواب والعقاب، وذلك من خلال نظام داخلي في المؤسسة وتطبيقه على الجميع، مع نظام قضائي عادل وحاسم في الدولة. وقد وضعت الشريعة الإسلامية في تنظيمها لعقود

¹ - وليد عبد مولا، "البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية"، سلسلة أهداف جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد الواحد والتسعون، السنة التاسعة، مارس / آذار 2010، ص: 10.

² - شوقي عاشور بورقبة، إعداد: خالد سعد محمد الحربي وعبيد الله محمد حمزة عبد الغني، "الحوكمة في المصارف الإسلامية"، كتاب: حوار الأربعاء، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010/2009، ص: 95.

³ - الآية: 13 من سورة الإسراء.

⁴ - الآية: 06 من سورة المجادلة.

⁵ - صحيح البخاري ومسلم.

⁶ - محسن أحمد الخضير، تحرير: محمد عبد الله البرعي ومحمود عبد الحميد مرسي، "الفكر الإداري في الإسلام"، كتاب: الإدارة في الإسلام، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، وقائع ندوة رقم 31، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2001، ص: 167.

المعاملات أسسا لمحاسبة كل طرف على مدى التزامه بواجباته المنصوص عليها في العقد وقررت عقوبات حاسمة لمن يخل بها، إذ هناك جزاء إلهي وشرعي وإداري، وقضائي.¹

3-2-2-3- الكشف (الإفصاح)

لا يعني الإفصاح مجرد توفير البيانات والمعلومات والسماح بالإطلاع عليها - كما في الشفافية- بل أن تتعهد المؤسسة أو الشركة بتقديم تلك المعلومات وتوصيلها بصفة دورية، بل وتلتزم أيضا بحملها إلى علم المساهمين وإلى كافة الجمهور لكي يستفيد منها حتى المستثمرين المحتملين.²

وتشير الشفافية إلى مبدأ توفير بيئة تكون فيها المعلومات عن الظروف والقرارات والإجراءات القائمة متاحة ومرئية ومفهوم لجميع المشاركين في السوق. في حين يشير الإفصاح بشكل أكثر تحديدا إلى عملية ومنهجية تقديم المعلومات واتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسات المعروفة من خلال الانفتاح ونشرها في الوقت المناسب.³

كما يرتبط مفهوم الإفصاح بمفهوم المساءلة، ففي المنظور الإسلامي يحقق الإفصاح للمجتمع معرفة كيفية تأثير الشركات التي هي جزء من المجتمع الإسلامي على رفاهه. كما أن واجب الإفصاح عن القضية هو قضية هامة جدا في الإسلام، وبقدر ما ينطبق هذا الواجب على الفرد فالأمر كذلك بالنسبة للمؤسسة أو الشركة.⁴

3-2-2-4- العدل

يعتبر العدل من أهم الأسس التي تقوم عليها العقود الشرعية،⁵ وهو من أسس المبادئ التي امتاز بها الإسلام عما عداه من النظم الوضعية، وقد حث الإسلام على التزام العدل في كل الأمور التي يزاولها الإنسان، سواء في ذلك ما يتصل بأسرته أم بجيرانه، أم بوطنه، وسواء في ذلك الحكام أم المحكومون.⁶ قال

¹- شوقي عاشور بورقبة، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 96.

²- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، 6-8 مارس 2007، ص: 05.

³ - ZAMIR IQBAL & ABBAS MIRAKHOR, **An Introduction to Islamic Finance: theory and practice**, John & Sons (Asia) Pte.Ltd, Singapor, 2nd Edition, 2011, p: 340.

⁴ - Sherif El- Halaby & Khaled Hussainey, "The Determinants of Social Accountability Disclosure: Evidence from Islamic Banks around the World", **INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS**, 20(3), 2015, p: 03.

⁵- شوقي عاشور بورقبة، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 95.

⁶- محسن أحمد الخضيرى، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 134.

تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا كَوْثُورًا قَوَّامِينَ بِإِلْفِ سَطِّ شُهَدَاءَ لِلَّهِ﴾¹ وقال أيضا: ﴿وَإِذَا قُلْتُمْ بِأَعْدِلُوا وَلَوْ كَانَ ذَا قُرْبَىٰ﴾²

والعدل في الإسلام واجب حتى مع العدو، قال عز وجل: ﴿وَلَا يَجْرِمَنَّكُمْ شَنَاٰنُ قَوْمٍ عَلَىٰ أَلَّا تَعْدِلُوا ۗ إِعْدِلُوا ۗ هُوَ أَقْرَبُ لِلتَّقْوَىٰ﴾³. والعدل في الحوكمة الشرعية يعني حماية حقوق المساهمين ومعاملاتهم ومن فيهم من الأقليات على التساوي والإنصاف.⁴

المطلب الثالث: المتطلبات الفنية والمهنية

تمثل المتطلبات الفنية والمهنية مختلف الشروط ومستويات التأهيل والتدريب التي ينبغي أن تتوفر في العنصر البشري سواء كان مستثمرا أو إطارا يعمل في مجال الصيرفة والمالية الإسلامية، إضافة إلى مختلف أساليب الاستثمار ومؤسسات المعلومات وأنظمة الاتصال التي تمكن من تنشيط السوق وغيرها.

1- تطوير طرق وأساليب التحليل المالي والاستثماري

ينبغي للمستثمر في سوق الأوراق المالية الإسلامية اتباع ثلاثة أنواع من التحليل، هي التحليل الأساسي، التحليل الفني، والتحليل الشرعي.⁵

1-1- التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي للأوراق المالية على تحديد قيمتها، أي الوصول إلى السعر المناسب لها ويتم ذلك من خلال الوقوف على جانبيين هما:⁶

- تحليل ورصد وتتبع تطور حركة التعامل على الورقة المالية في الماضي، باعتبار أن كل شيء نتاج ماضيه، كما أن جانبا كبيرا من القيمة الحالية للورقة المالية نتاج ما تم عليها من تعاملات في الماضي.
- تحليل النسب المالية للقوائم المالية التي قامت الشركة أو المؤسسة المالية بإعدادها ونشرها عن نشاطها، سواء ما كان متصلا بالأرباح والخسائر أو بالميزانيات الفعلية أو الموازنات التقديرية...إلخ، في محاولة للوصول إلى الحكم على نسب الربحية، ونسب السيولة، ونسب الكفاءة الإدارية، والجدارة التسويقية...إلخ.

¹ - الآية: 134 من سورة النساء.

² - الآية: 153 من سورة الأنعام.

³ - الآية: 08 من سورة المائدة.

⁴ - محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 61.

⁵ - سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي الفداء العالمية للنشر، حماه، سوريا، الطبعة الثانية، آذار/مارس 2015، ص: 409.

⁶ - محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية،

وكلا الجانبين لازم ومهم لسلامة اتخاذ القرار والحكم على مدى مناسبة الاستثمار. ويتناسب التحليل الأساسي للأوراق المالية مع منهجية دراسة التحليل الاقتصادي بشقيه الكلي، والجزئي رغم اختلاف تراتبية كل منهما عند التحليل.¹ أي أن هناك أسلوبين للتحليل الأساسي هما كما يلي:²

- التحليل من أعلى إلى أسفل، ففي البداية يتم تحليل الظروف الاقتصادية على المستوى الوطني وأثار ذلك على سوق المال، ثم تحليل الصناعة وما فيها من تطورات تكنولوجية وأثر ذلك على نمو الصناعة وأخيرا التحليل على مستوى الشركة بهدف معرفة أفضل الشركات داخل القطاعات الواحدة ويتم اختيارها.

- التحليل من أسفل إلى أعلى، ويتم ذلك عن طريق اختيار الشركات المصدرة للأوراق المالية وذلك باستخدام التحليل الفني لتلك الشركة وأنها قادرة على تحقيق أرباح وقدرتها الكسبية، ثم يتم تحليل مستوى الصناعة ثم الاقتصاد.

ويشير الواقع العملي إلى أنه لا يمكن الفصل بأن طريقة أفضل من أخرى إذ أن لكل طريقة السمات المميزة لها، وأن كل طريقة مكمل للآخرى.³

1-2- التحليل الفني

عرف التحليل الفني بأنه "فن التعرف المبكر على الاتجاه الخاص بالأسعار الخاصة بالأسهم ومعرفة أي تغير قد يحدث فيه، إذ يمكن للمستثمر تبني هذا الاتجاه إلى أن تظهر شواهد قوية تشير إلى حدوث تغيرات ذات دلالة في هذا الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بشراء أو البيع للسهم، ولا يكفي حدوث قراءة واحدة في الاتجاه المعاكس للحكم بأن هناك تغييرا حقيقيا، إذ يجب التأكد من استمرارية هذا الاتجاه المعاكس، كما يفضل تدعيم ذلك الاتجاه المعاكس من خلال مجموعة أخرى من المؤشرات كالمتوسط المتحرك، أو حجم التعامل".⁴

والتحليل الفني يقوم على تحليل المعلومات التاريخية والتغيرات التي طرأت على أسعار الأسهم لسنوات سابقة من أجل إيجاد نمط لتغيرات الأسعار لسنوات قادمة.⁵

1-3- التحليل الشرعي

إضافة إلى ما سبق، ينبغي تأسيس وتطوير بيوت خبرة يتركز عملها في صناعة التحليل المالي والاستثماري، وتقييم نوعية الأوراق المالية الإسلامية المصدرة من الشركات والبنوك الإسلامية. وتتولى معاهد التدريب المالي والمصرفي مهمة تأهيل المحللين الماليين الأكفاء المتخصصين في تحليل الصناعات

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 289.

² عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 85.

³ حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 90.

⁴ المرجع نفسه، ص: 43.

⁵ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 47.

والشركات ومتابعة أخبارها وتطوراتها باستمرار، ونشر أبحاثهم وتنبؤاتهم عن الأرباح بشكل دوري ومنتظم.¹

2- إقامة مؤسسات معلومات مالية وتطوير الصحافة المالية

يعد تأسيس وتطوير صحافة مالية حرة ومستقلة أمر مهم جدا لنجاح وتطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، وكسب ثقة الجمهور مع ضرورة تفصيل الأخبار الاقتصادية والمالية والإدارية عن الشركات المساهمة المدرجة في السوق، دون أية ملامة أو مساءلة أو تهديد لصحفيها وكتابها من أي جهة كانت، وتساعد هذه الصحف المحللون الماليون والاستثماريون على نشر أبحاثهم ودراساتهم، ويمكن أن تكون الصحافة المالية عدد من الصفحات في صحف سياسية يومية، أو صحف متخصصة بالكامل بالأخبار والمعلومات والتحليل المالية والاقتصادية.²

وبهذا، يمكن أن تساهم هذه الصحافة المالية في التعريف بسوق الأوراق المالية الإسلامية وأدواتها وآلية التعامل فيها، كما تساهم في نشر الوعي لدى المدخرين بضرورة استثمار الأموال، ومنه المساهمة في تعبئة الإدخارات وتوجيهها نحو أفضل المشاريع الاستثمارية المنتجة.

3- تطوير نظام فعال للاتصالات

تعتبر سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، إحدى أهم الشروط اللازمة لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية فعالة، ولذلك ينبغي تجهيز السوق بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.³

وتشمل شبكة الاتصالات المتطورة في سوق الأوراق المالية الإسلامية، التجهيزات الحديثة بما فيها الأجهزة الإلكترونية وأجهزة الهاتف وغيرها من أدوات الاتصال الحديثة التي تعمل على إيصال آخر التطورات بالسرعة القصوى، وذلك لتسهيل تنفيذ عمليات السوق حتى يتمكن المتعاملون من الاتصال المباشر والسريع فيما بينهم، وبذلك يمكنهم عقد صفقاتهم ببسر وسهولة وفي الوقت المناسب، ويشكل تدني مستوى هذه الخدمات عقبة أمام تطور وتقدم وعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية.⁴

4- تكوين وتأهيل رأس المال البشري

تعتبر الموارد البشرية العنصر الأساسي لنجاح أي مؤسسة على الإطلاق، إذا ما تم وضع العنصر البشري المناسب في المكان المناسب، من خلال التنسيق بين خصائص الأفراد وخصائص الوظائف.

¹ - شافية كتاف وذهبية لطرش، إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية، المنتدى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 12-13 أبريل 2016، ص: 16.

² - المرجع نفسه، ص: 16.

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، حزيران (يونيو) 2002، ص: 41.

⁴ - شافية كتاف وذهبية لطرش، مرجع سبق ذكره، 12-13 أبريل 2016، ص: 17.

وحتى يكون الشخص مناسباً للوظيفة ينبغي أن يتوفر فيه شرطان هما:¹

- إلمامه بطبيعة ومهام وظيفته إماماً علمياً، بما يحقق له الكفاءة في فهم طبيعة تلك الوظيفة، وما تقتضيه من أعمال.

- الأمانة في أداء عمله بما يمكنه من حفظ ما استودع بين يديه من أعمال.

وقد أشار القرآن الكريم إلى هذين الشرطين كأساس للمورد البشري الناجح في قوله تعالى: ﴿قَالَتْ اخْبُدِيهِمَا يَا أَبَتِ اسْتَجِرْهُ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَجَرْتَ الْفَوِيءُ الْأَمِينُ﴾.² وقوله تعالى: ﴿قَالَ اجْعَلْنِي عَلَى خَزَائِرِ الْأَرْضِ إِنِّي حَصِيظٌ عَلِيمٌ﴾.³

وبذلك، فإن تحقيق البنوك الإسلامية والمؤسسات المالية لأهدافها، مرهون بمدى توافر الموارد البشرية الملائمة والمؤهلة شرعياً وفنياً لممارسة عملها.⁴

ويمثل نقص المعرفة الشرعية والخبرة المصرفية والمالية الإسلامية لدى العديد من العاملين، وانخفاض مستوى المهارات الفنية، وانخفاض مستوى الكفاءة لدى العديد من العاملين في المستويات المختلفة، أهم المشاكل التي تعيق التطبيق العملي للنموذج المالي والمصرفي الإسلامي. وهو ما يتطلب من البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بناء استراتيجيات مصرفية وشرعية لمواردها البشرية تقوم على ما يلي:⁵

- تربية كوادر تمارس العمل المصرفي الإسلامي ومنحها الفرصة نحو الحراك الوظيفي، دون اللجوء إلى العمالة الوافدة من البنوك التقليدية إلا بعد التأكد من أهليتها لممارسة العمل المصرفي والمالي الإسلامي.

- وضع معايير إسلامية في اختيار العاملين قائمة على الكفاءة والأمانة.

- تقييم العاملين وفقاً لكفاءتهم وليس لولائهم وارتباطهم بقادتهم، وذلك من خلال الاهتمام بأنظمة تقييم الأداء لتترك المجال متاحاً للحراك الوظيفي أمام العناصر ذات الكفاءة المصرفية والشرعية، بما ينمي التجربة المصرفية والمالية الإسلامية.

- الاهتمام بأنظمة التدريب لإعداد موارد بشرية قادرة على فهم متطلبات العمل المصرفي والمالي الإسلامي، إذ هناك شواهد تشير إلى أن أنشطة التدريب بالبنوك الإسلامية شهدت تزايداً ملحوظاً في السنوات الأولى لإنشائها خاصة فيما يتعلق بالتوجه نحو المعرفة المصرفية والشرعية، غير أن أجهزة التدريب في العديد من

¹ - أشرف محمد دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2007، ص: 32.

² - الآية: 26 من سورة القصص.

³ - الآية: 55 من سورة يوسف.

⁴ - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 32.

⁵ - المرجع نفسه، 2007، ص: 34-36.

تلك البنوك يهتم بدراسة الجانب المصرفي دون إعطاء أولوية للجانب الشرعي، الأمر الذي من شأنه جعل التعامل المصرفي الإسلامي بعيدا كل البعد عن التطبيق المرغوب.

5- النمطية (التميط)

يقصد بتميط عقود الأدوات المالية الإسلامية "إعداد واعتماد صيغ ثابتة لهذه العقود من حيث الأركان والشروط، بحيث تمثل هذه الصيغ أنماطا محددة ومعلومة تنفذ على أساسها الأدوات المالية الإسلامية في المؤسسات المالية الإسلامية".¹

والتميط يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد، إذ هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومنه توفير عنصر السيولة للمستثمر.² ويعتبر من قبيل النمطية إيجاد عملة موحدة تساعد على إصدار أدوات استثمارية موحدة تتداول في معظم البلدان العربية والإسلامية، ومثال ذلك الدينار الذي هو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.³

وتتميط عقود الأدوات المالية الإسلامية لا يعني وجود نمط واحد أو نوع واحد من العقود للأداة المالية الإسلامية الواحدة كالمرابحة مثلا، بل يمكن أن يوجد لهذه الأداة أكثر من عقد نمطين لكن كل أنماط عقود المربحة يجب أن تكون مقبولة في الفتاوى الموحدة للأدوات المالية الإسلامية.⁴

المبحث الثالث: تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

تحتاج سوق الأوراق المالية الإسلامية بعد إنشائها إلى البحث في كيفية تطويرها، وتساهم الرقابة الشرعية في ذلك خاصة وأنها تمكن المستثمرين من حماية أموالهم وتضمن سلامة المعاملات من المحظورات، كما تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل وتطوير السوق لما لها من أهمية على مختلف المستويات، سواء بالنسبة للمستثمرين أو المؤسسات، أو بالنسبة للسوق ذاتها أو الاقتصاد الكلي.

المطلب الأول: الرقابة الشرعية للدولة على سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بكونها تخضع لهيئات رقابة شرعية مختصة. وتأخذ الرقابة الشرعية مستويات، على مستوى المؤسسة، على مستوى السوق، أو قد تكون في شكل جهاز رقابي شرعي مركزي تابع للبنك المركزي أو رئيس الدولة.

¹ عبد البارى مشعل، تقريب هوة الخلاف بين الفتاوى الشرعية: الإنجازات والتحديات، المؤتمر العالمي العاشر لعلماء الشريعة، كوالامبور، ماليزيا، 03-04 نوفمبر 2015، ص: 23.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، حزيران (يونيو) 2002، ص: 43.

³ هشام جبر، مرجع سبق ذكره، 08-09 مايو 2005، ص: 34.

⁴ عبد البارى مشعل، مرجع سبق ذكره، 03-04 نوفمبر 2015، ص: 23.

1- مفهوم الرقابة الشرعية للدولة على سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر الرقابة الشرعية للدولة على الأسواق قديمة قدم المعاملات المالية الإسلامية، وتعتبر امتداداً لنظام الحسبة في الدولة الإسلامية، لما لها من أهمية بالغة.

1-1- نشأة الرقابة الشرعية

تعد الرقابة الشرعية في البنوك والمؤسسات المالية امتداداً لنظام الحسبة في الدولة الإسلامية. وقد كانت الحسبة معروفة منذ القدم، وتعتبر أصل النظام الرقابي في المؤسسات والبنوك الإسلامية.¹ وقد ظهرت الحسبة في عهد الرسول - صلى الله عليه وسلم، وعرفها الماوردي بأنها "أمر بالمعروف إذا ظهر تركه ونهي عن المنكر إذا ظهر فعله".² ويرجع أساس إدراج الرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية إلى الأصل الشرعي المجمع عليه، وهو أنه لا يجوز للمرء أن يقدم على فعل شيء حتى يعلم حكم الله فيه.³ وفي العصر الحديث، بدأت الرقابة الشرعية بشكل مستشار شرعي في بنك دبي الإسلامي، وبيت التمويل الكويتي، وكان المستشار يختار من العلماء المعروفين، دون التدقيق في تخصصه في فقه المعاملات وما يليه من علوم مساعدة أصولية وفرعية، وما زالت بعض البنوك الإسلامية كذلك. ومن خلال التجربة، نشأت الحاجة إلى تعيين أفراد ذوي تخصصات قانونية أو اقتصادية ممن لهم إمام بالشريعة الإسلامية في هيئات الرقابة حتى يتكامل العلم الشرعي مع فقه الواقع.⁴

ولقد احتاج أهل الصلاح والخير إيجاد لجان وهيئات تخدم نوعاً من أنواع السوق، لكثرة نوازلها والحاجة الملحة للاجتهاد في بيان ومعرفة حكمها الشرعي. فجاءت فكرة الهيئات الشرعية ومن ثم لجان الرقابة الشرعية، وكل ذلك سائغ شرعاً إذا روعي في ذلك أن يكون القائمون عليها من أهل الكفاية في دينهم وعلمهم وخبرتهم، وأن تنطلق فيما يصدر عنها من تنظيمات أو قرارات من أحكام الشريعة الإسلامية.⁵ لا بد من تدخل الدولة في الأسواق المالية وتدبير الأمور المتعلقة فيها للمصلحة العامة للمجتمع تحقيقاً للعدل والمساواة، عملاً بالقاعدة الشرعية "تصرف الإمام على الرعية منوط بالمصلحة". إذ يظهر ذلك في منع

¹ عادل بن عبد الله عمر باريان، أساليب تفعيل دور الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية، والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 31 مايو - 03 يونيو 2009، ص: 14.

² محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص: 188.

³ محمد عدنان بن الضيف، الدور التنموي لتكامل المؤسسات المالية الإسلامية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2015، ص: 42.

⁴ محمد عبد الغفار الشريف، الرقابة الشرعية على المصارف والشركات المالية الإسلامية، المؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005، ص: 06.

⁵ عادل بن عبد الله عمر باريان، مرجع سبق ذكره، 31 مايو - 03 يونيو 2009، ص: 16.

الطرق غير المشروعة كالرشوة والربا، ومنع الغش، والاحتكار، والدعاية الكاذبة، ويمكن أن يحدد عدد الوسطاء إذا كان ارتفاع الأسعار بسبب كثرة الوسطاء.¹

تعلم مشروعية المراقبة والإشراف على البنوك والمؤسسات المالية من قبل الدولة، إذ هي سوق من الأسواق وإن لم تنقيد بمكان، وذلك أن المقصود الإشراف على ما يجري فيها من معاملات، لا المكان الذي تجري فيه تلك المعاملات.²

والمقصود من الإشراف عليها، ضبط التعامل فيها بما يحقق العدل بين المتعاملين، ويوصل إليهم حقوقهم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، "إذ الحسبة إلزام الحقوق، والمعونة على استيفائها".³

2- جوانب الرقابة الشرعية للدولة على سوق الأوراق المالية الإسلامية

تنقسم الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى رقابة متعلقة بإصدار الأوراق المالية، ورقابة مرتبطة بتداول تلك الأوراق.

2-1- مراقبة إصدار الأوراق المالية (الرقابة على السوق الأولية)

تكون هذه المراقبة بالنظر في سلامة الأدوات المالية التي يتم إصدارها من المحاذير الشرعية كالربا، وأكل أموال الناس بالباطل. وبما أن إصدار الأدوات المالية في الأسواق المالية نوعان هما الأسهم وأدوات الاقتراض من سندات وغيرها، فإنه يشترط في الأسهم التي هي حصص شائعة في شركات المساهمة أن تكون شروط إصدارها متفقة مع أحكام وقواعد الشركة المقررة في الفقه الإسلامي، ومن ذلك أن يكون لها نصيب معلوم شائع في الربح، لا مبلغاً معيناً، ولا نسبة محددة من رأس مال الشركة.

كما يشترط في أدوات الاقتراض أن لا تتضمن شروط إصدارها رد القرض بأكثر منه أو نحو ذلك مما فيه منفعة للمقرض، لأن ذلك من الربا المحرم في كتاب الله وسنة رسوله صلى الله عليه وسلم، وإجماع علماء الأمة.⁴

2-2- مراقبة تداول الأوراق المالية (الرقابة على السوق الثانوية)

ويراد بها مراقبة العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية (البورصة) أو خارجها، من حيث مشروعية تلك المعاملات، وخلوها من الربا، والقمار، والجهالة، والغرر، وبيع الدين بالدين وغيرها من المحاذير الشرعية. وكذلك مراقبة الأسعار، واتخاذ الإجراءات التي تحول دون الارتفاع أو الانخفاض غير المبرر في الأسعار، كنشر المعلومات عن الشركات لعموم المتعاملين بعد التأكد من صحتها، وتكذيب الشائعات عنها قبل انتشارها، ومنع المعاملات غير الحقيقية التي يراد بها التأثير على الأسعار. ومن ذلك

¹ - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 188.

² - عادل بن عبد الله عمر باريان، مرجع سبق ذكره، 31 مايو - 03 يونيو 2009، ص: 15.

³ - المرجع نفسه، ص: 15-16.

⁴ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2005، ص: 99.

تحديد ساعات التداول في اليوم، تسهيلا للمراقبة، ووضع حدود سعرية لانخفاض وارتفاع أسعار التداول في اليوم الواحد.¹

3- أهمية الرقابة الشرعية للدولة على سوق الأوراق المالية الإسلامية

يقع اختيار المحاسبين والمراقبين على ولي الأمر، وأن يكونوا من أهل العلم بالأحكام الشرعية والتقوى والالتزام، وأن يحدد صلاحياتهم ويعينهم على ممارسة عملهم. وتتمثل مهام المحتسب، فيما يلي:²

- مراقبة الأسعار، من خلال ضمان سيادة المنافسة وخضوع السوق لقوانين العرض والطلب.
- منع تعامل المؤسسات والبنوك والشركات المساهمة بالأوراق المالية المحرمة كالتعامل في السندات الربوية، ومنع استثمار أموالها.
- منع المعاملات التي حرمها الإسلام كعقود الربا، وبيع الغرر، وكل أنواع النجش والتدليس.
- تحقيق التوازن بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، من خلال إبعاد السوق عن المقامرة، وجعل النقود رؤوس أموال يتجر بها ولا يتجر فيها.
- ويمثل استخدام النظام الضريبي لتوجيه السوق نحو الاستثمار لا المقامرة من أهم الإجراءات، ومنع كل أشكال الممارسات والتلاعبات التي تنتافي وأحكام الشريعة الإسلامية.
- وبذلك، فالرقابة الشرعية على سوق الأوراق المالية الإسلامية تهدف إلى إشاعة التعامل بالمعاملات الشرعية الصحيحة، ومنع التعامل بالمعاملات المحرمة.³

المطلب الثاني: دور الهندسة المالية في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنشيطها، خاصة وأنها تتميز بخصائص مستمدة من الشرع الحنيف.

1- مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

ترتبط الهندسة المالية ارتباطا وثيقا بالابتكار، فإذا كان هذا الأخير يعتبر اختلافا عن السائد، فإن الهندسة المالية تمثل صياغة لهذا الابتكار وتطويره.

1-1- تعريف الهندسة المالية من المنظور التقليدي

من منظور المفهوم الشامل، تعرف الهندسة المالية بأنها "التصميم، والتطوير، والتنفيذ، لأدوات وعمليات مالية مبتكرة، وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل".¹

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 100.

² - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 189-190.

³ - عادل بن عبد الله عمر باريان، مرجع سبق ذكره، 31 مايو - 03 يونيو 2009، ص: 14.

يلاحظ من هذا التعريف أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث عمليات مالية تتمثل فيما يلي:

- تصميم أدوات مالية مبتكرة.

- تطوير آليات وأدوات مالية مبتكرة.

- تنفيذ الآليات باستخدام الأدوات المالية المبتكرة بما يمكن من حل مشاكل التمويل.

كما تعرفها الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE)^(*) بأنها "تتضمن التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة واستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي، إذ أن مصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه، بينما مصطلح (هندسة) فيقصد به "بنية".²

يبين هذا التعريف أن الهندسة المالية تمكن أيضا من استغلال الفرص المالية المتاحة، إضافة إلى التصميم، والتطوير، وتنفيذ الآليات لإيجاد الحلول المبدعة لمشاكل التمويل.

ومن وجهة نظر الأسواق المالية، يعبر مصطلح الهندسة المالية عن "وصف وتحليل البيانات المحصل عليها من السوق المالية بطريقة علمية، ويأخذ التحليل شكل الخوارزميات أو النماذج المالية. وكثيرا ما تستخدم الهندسة المالية في السوق المالية- بعد تعديلها، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات، وهذه بعض مجالات استخدام الهندسة المالية. كما تسمح تقنياتها وأدواتها من فهم أفضل للسوق المالية، ومنه فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق، وهو أمر مهم جدا للمتعاملين لأن دقة وسرعة المعلومات أساسيان لاتخاذ القرارات الاستثمارية".³

¹- John D. Finnerty, "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview", **FINANCIAL MANAGEMENT**, vol.17, N° 4, Blackwell publishing on behalf of the Financial Management Association International, WINTER, 1988, p: 14.

^(*) - الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (International Association of Financial Engineers)، هي هيئة متخصصة أنشئت عام 1992، لرعاية المهندسين الماليين والارتقاء بصناعة الهندسة المالية، وأصبحت تضم نحو 2000 عضو من شتى أنحاء العالم منهم الممارسين، والأكاديميين، ومهنيي المحاسبة، والقانون، والنظم، والمجتمعات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية. كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية والتطبيق.

²- عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 20، العدد 02، المملكة العربية السعودية، 1428/2007، ص: 10.

³- Liew Soon Bin & Edmond C. Prakash, **Hierarchical Volume Visualization for Financial Data**, http://www.cs.usyd.edu.au/~vip2000/poster/bin_vis.doc, date de consultation: 24/08/2017.

1-2- تعريف الهندسة المالية الإسلامية

عرفت الهندسة المالية الإسلامية بأنها "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في إطار موجبات الشرع الحنيف"¹.

يبين هذا التعريف أن معيار التفرقة بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية هو خضوع الأولى في كل عملياتها وأدواتها وآلياتها لمبادئ الشرع الحنيف.

وبناء على ما سبق، يمكن تمييز أهم الفروق الجوهرية بين الهندسة المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية فيما يلي:²

- ضرورة الانضباط بالنظم الشرعية، حيث يمثل حافز التدين لدى المسلمين أهم حوافز الانضباط بالنظم الإسلامية، ومن شأنه الحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة، على عكس الهندسة المالية التقليدية.

- انضباط الأحكام الشرعية، والمحافظة عليها أيسر من المحافظة على الأنظمة الوضعية، نظراً لأن هذه الأخيرة عرضة للخلل والتناقض على خلاف الأولى.

- تحقيق مصلحة جميع المتعاملين في السوق.

- الأهمية العلمية والعملية للهندسة المالية الإسلامية.

2- أسس وخصائص الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على أسس عامة وأخرى خاصة مستمدة من الشريعة الإسلامية، كما لها خصائص تميزها عن نظيرتها التقليدية وتمثل الصكوك الإسلامية أهم منتجاتها.

1-2- أسس الهندسة المالية الإسلامية

للهندسة المالية الإسلامية أسس عامة وأخرى خاصة كلا منهما تكمل الأخرى.

1-1-2- الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية

تتمثل الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:

¹- فتح الرحمن علي محمد صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، العدد 26، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، ديسمبر 2002، ص: 06.

http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm، تاريخ المطالعة: 2014/01/03.

²- مصطفى إبراهيم عبد النبي، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، العدد 52، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان، يوليو 2009، ص: 39.

- عبد الكريم قندوز، مرجع سيق نكره، 1428/2007، ص ص: 37 - 41.

2-1-1-1- تحريم الربا والغرر

يؤدي الربا بطبيعته إلى فصل المديونية عن النشاط الاقتصادي (التبادل والإنتاج)، ذلك أن الفوائد على القرض وعلى الدين المؤجل تنمو تلقائياً مع مرور الوقت بغض النظر عن حصول عمليات حقيقية توظف التمويل في توليد الثروة ورفع الإنتاجية. ومن ثم تنمو المديونية بمعدلات أسرع من معدلات نمو الثروة والدخل. فالدين يكون نموه تلقائياً بينما نمو الثروة يستلزم الكثير من الجهد والتضحية والمعرفة والإبداع.¹

وتحريم الربا أصل من أصول الشريعة في باب المعاملات، وهو معلوم من الدين بالضرورة، وتحريمه ثابت بالكتاب والسنة والإجماع.² وللربا قسمان هما ربا القروض (ربا النسيئة) وربا البيوع (ربا الفضل)، أما الأول فهو الزيادة في القرض لقاء تأجيله، وأما الثاني فهو الزيادة في أحد البديلين المتجانسين على الآخر في مبادلة فورية.³

كما يعتبر منع الغرر أصلاً عظيماً من أصول الشريعة الإسلامية في باب المعاملات من المبيعات وسائر المعاوضات.⁴

ويشكل تحريم الربا وتحريم الغرر أصل في قواعد تقويم منتجات الصناعة المالية الإسلامية من حيث مصداقيتها الشرعية،⁵ ذلك أن المنتج الذي لا يستوفي هاتين القاعدتين يستبعد تصحيحه من الناحية الشرعية، كما أن باقي القواعد المكملة الأخرى تصب في نطاق هاتين القاعدتين.⁶

¹ - سامي بن إبراهيم السويلم، مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي، مقدم إلى مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جمادى الأولى 1432/ أبريل 2011، ص: 42.

² - عبد الكريم قندوز، "موضوع للمناقشة (1): قواعد تقويم الأدوات والمنتجات للصناعة المالية الإسلامية"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 15، العدد الأول، 1430/2009، ص: 94.

³ - عبد الرحمان نعجة ومحمد البشير لبيق، "آليات ترشيد أدوات الهندسة المالية لإدارة المخاطر الاستثمارية في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية: تحليل الصكوك المتداولة في دول مجلس التعاون الخليجي وجنوب شرق آسيا في الفترة (2001-2015)"، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، العدد 02/2016، ص: 47-48.

⁴ - عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة دبي، الإمارات العربية المتحدة، الطبعة الأولى، 1437/2015، ص: 13.

⁵ - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، 1430/2009، ص: 101.

⁶ - المرجع نفسه، ص: 93.

2-1-1-2- حرية التعاقد

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، إذ لا يصح العقد إلا برضى الطرفين.¹ قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَاْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾.²

2-1-1-3- التيسير ورفع الحرج

مبدأ التيسير ورفع الحرج -من حيث هو مبدأ كلي وأصل من أصول الشريعة- يعتبر من العزائم التي تجب مراعاتها. فمبدأ التيسير اتباع للسنة - وليس للآراء البشرية- بمنهجية علمية مضطربة بعيدة عن التناقض، إذ التيسير سمة عامة للشريعة الإسلامية، والأخذ به مبني على أسس شرعية ومنهجية ثابتة.³ وتساهم الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق هذا المبدأ من خلال تطوير عقود معينة أو استحداث أخرى في إطار موجبات الشرع الحنيف بما يلبي الحاجات المتزايدة للتمويل، وكذا إيجاد البدائل المناسبة لأدوات وأساليب وطرق التمويل التي تستخدمها المؤسسات المالية التقليدية.⁴

2-1-1-4- الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسلة)

كل مصلحة تظهر مع تطور الزمن يطلق عليها مصلحة مرسلة، وتحقيقها أصل هام من أصول النظام القانوني الإسلامي. فالفقه الإسلامي هو فقه قائم على المصالح. وتحقق المصالح المرسلة أساس ديناميكي في التشريع والتنظيم في النظام الإسلامي. وهذه الديناميكية ضرورية لمواجهة التحديات والعوامل المتغيرة والمتقلبة التي تواجه المجتمع الإسلامي.⁵

ومن باب المصالح المرسلة، فإن الهندسة المالية الإسلامية ينبغي أن تمكن من المقارنة بين المنافع والتكاليف عند ابتكار منتج ما أو تطويره، فعلى سبيل المثال، يمكن لمنظمي سوق الأوراق المالية الإسلامية أن يحددوا سعر الإصدار العام لمنتج مالي مبتكر، ومن شأن هذا الإجراء أن يحقق منافع للمستثمرين، لكن على حساب رفع تكلفة الإصدار على الشركة المصدرة، أي أن هناك مقايضة بين إحداث الإكراه على

¹ خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 8-9 مايو 2005، ص: 15.

² الآية: 29 من سورة النساء.

³ سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، طبعة منقحة، ربيع الأول 1425هـ/ أبريل 2004، ص: 16.

⁴ عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، 1428/2007، ص ص: 31-32.

⁵ خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، مرجع سبق ذكره، 8-9 مايو 2005، ص: 17.

الشركة المصدرة وبين تحسين قوة المساومة لدى صغار المستثمرين في عمليات الإصدار الأولية IPO.¹ ويعتبر الاستحسان باب لحرية التعاقد، والاستصلاح (المصالح المرسله) أكثر شمولاً من الاستحسان.²

2-1-1-5- النهي عن بيعتين في بيعة واحدة

يمثل هذا النهي تميزاً للاقتصاد الإسلامي في مجال الكفاءة الاقتصادية، إذ تشير دلالة الحديث الظاهرة إلى تفضيل العقود البسيطة التي لا تزيد عن بيعة واحدة، ولا يحبز العقود المركبة. ولذا، لا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه. فالمقصود من الابتكار ليس الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية.³

2-1-2- الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية

تتمثل الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:⁴

2-1-2-1- الوعي (وعي بالسوق وأحواله)

تهدف الهندسة المالية أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة للأعوان الاقتصاديين وتعميم الاستفادة عليهم جميعاً، لذلك ينبغي أن تكون هذه الاحتياجات معروفة لمن يقوم بالابتكار وتطوير المنتجات والأدوات المالية، إضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف.

2-1-2-2- الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها)

ينبغي أن تتسم المعاملات بالبيان والشفافية، وهو أمر يمكن من سد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها المنتجات أو الأدوات المالية المبتكرة أو المطورة، أو التحايل للقيام بالربا أو القمار. وتعمل خاصية المصادقية الشرعية التي تتميز بها الهندسة المالية الإسلامية على تفادي مثل هذه الممارسات، كما يمكن الإفصاح من تحقيق التراضي بين جميع المتعاملين في السوق.

2-1-2-3- المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل)

تعتبر المقدرة الرأسمالية التي تمكن من الشراء والتعامل، إحدى أهم الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية، وتزداد أهميتها عندما تلتزم بالشريعة الإسلامية في التعامل، ذلك أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أساساً خاصاً بالهندسة المالية الإسلامية وميزة لها.

¹ - المرجع نفسه، ص: 18.

² - عبد الكريم قندوز، مرجع سبق ذكره، 1428/2007هـ، ص: 32.

³ - سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ربيع الأول 1425هـ/ أبريل 2004، ص: 24.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 34.

2-2- خصائص الهندسة المالية الإسلامية

تتميز الهندسة المالية بخاصيتين هامتين تجعلانها تتميز عن نظيرتها التقليدية وتمكنانها من إيجاد منتجات قادرة على المنافسة وتلبية احتياجات المتعاملين، هما المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

2-2-1- المصادقية الشرعية

تتمثل المصادقية الشرعية في موافقة منتجات الهندسة المالية الإسلامية للشرع قدر الإمكان، ويتضمن ذلك الخروج من دائرة الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية بشكل عام، هو إيجاد حلول مبتكرة تكون محل اتفاق ما أمكن ذلك، وليس ترجيح رأي فقهي على آخر.¹ ذلك أن الحيل الفقهيّة الشرعية لا تنتج قيمة مضافة ولا تلبّي حاجة فعلية من وجهة نظر الشرع الحنيف، كما لا تدخل ضمن نطاق مفهوم الهندسة المالية الإسلامية المنشودة في الصناعة المالية الإسلامية.² ولهذا، فالمصادقية الشرعية خاصية مستمدة من مبادئ وضوابط المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، والتي تختلف عن ضوابط المعاملات المالية في الاقتصاد الوضعي.

2-2-2- الكفاءة الاقتصادية

يقصد بالكفاءة الاقتصادية "تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية. فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة، والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات، يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات".³ ويرتبط مفهوم الكفاءة الاقتصادية لمنتج ما بالبحث في مختلف المفاهيم المتعلقة بالتكلفة، الربح القياسي، وكذا كفاءة الربح البديل.⁴

ويمكن لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية زيادة الكفاءة الاقتصادية من خلال توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة.⁵

¹- سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، ربيع الأول 1425هـ/ أبريل 2004، ص: 17.

²- عبد الواحد غردة، "دور الهندسة المالية في تفعيل صيغ المشاركات في المصارف الإسلامية"، التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، العدد 04، ديسمبر 2014، ص: 21.

³- سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، رمضان 1421هـ/ ديسمبر 2000، ص: 15.

⁴- Allen N. Berger & Loretta J. Mester, "Inside the Black Box : What Explains Differences in the Efficiencies of the Financial Institutions?", Journal of Banking and Finance, vol.21, 1997, p: 02.

⁵- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، المجلد 11، 1419هـ/ 1999م، ص: 55.

وتستمد المنتجات المالية الإسلامية كفاءتها الاقتصادية من اعتمادها على المبادئ التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي، ومنها، مبدأي الغنم بالغرم، والخراج بالضمان.

2-2-3- ترابط وتكامل خصائص الهندسة المالية الإسلامية

خاصيتنا الكفاءة الاقتصادية والمصادقية الشرعية ليستا منعزلتين عن بعضهما، ففي كثير من الحالات يؤدي البحث عن الكفاءة إلى حلول أكثر مصادقية، والعكس صحيح.¹ كما أن المصادقية الشرعية هي الأساس في كون الهندسة المالية إسلامية، بينما الكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة منتجات الهندسة المالية التقليدية.²

ويمكن هذا التكامل والترابط بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، الهندسة المالية الإسلامية من تحقيق المزايا المالية:³

- تخفيض التكاليف بسبب ما يتحقق من وفورات حجم كبيرة.
- استقطاب الأموال من خلال ابتكار منتجات مالية جديدة، ومنه زيادة القدرة التمويلية للمؤسسة المالية الإسلامية.

- تنشيط مناخ الاستثمار، وذلك من خلال القيام بالأبحاث السوقية والإفصاح الدوري، لدعم شفافية السوق ومعرفة حاجات المستثمرين، وإمداد الجهات المعنية بالبيانات والمعلومات اللازمة.

- توزيع المخاطر، نظرا لتنوع أشكال الاستثمارات وتنوع آجالها.

- التحوط من مخاطر السوق، ويعد الغرض الأساسي من استخدام منتجات الهندسة المالية الإسلامية التحوط ضد المخاطر وخاصة مخاطر السوق، كونها من أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في سوق الأوراق المالية.⁴

3- فعالية الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتجلى مظاهر مساهمة الهندسة المالية في تطوير سوق أوراق مالية إسلامية من خلال إضافة أدوات ومؤسسات مالية جديدة، بما يساهم في رفع رسملة السوق وانفتاحها.

3-1- دور الهندسة المالية الإسلامية في إضافة أدوات وأوراق مالية جديدة

تبرز أهمية الهندسة المالية الإسلامية كأداة مناسبة في إيجاد أدوات مالية مبتكرة تجمع بين موجهات الشريعة الإسلامية واعتبارات الكفاءة الاقتصادية،¹ وتعتبر هذه الأدوات المبتكرة ذات أهمية كبيرة في إنشاء

¹- سامي السويلم، مرجع سبق ذكره، رمضان 1421هـ/ ديسمبر 2000، ص: 16.

²- المرجع نفسه، ص: 15.

³- عديلة خنوسة ومحمد زيدان، "منتجات الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 17، جانفي 2017، ص: 77.

⁴- عمر مؤذن وعبد اللطيف بن زبيدي، "الهندسة المالية الإسلامية وإنشاء سوق المال الإسلامي في الجزائر"، التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، العدد 04، ديسمبر 2014، ص: 297.

سوق الأوراق المالية الإسلامية وتطويرها، حيث تلبي احتياجات المؤسسات المالية المتعاملة في السوق، والمستثمرين وكذا المدخرين، كما تزيد من كفاءة السوق.

فبالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية، فتمكنها الأدوات المالية المبتكرة من إدارة سيولتها بكفاءة عالية، نظرا لما يلي:²

- تنوع الأدوات المالية المتاحة للاستثمار.

- تنوع آجال الاستثمار.

- تجنب عدم التوافق بين استحقاقات الموجودات والمطلوبات.

- استغلال السيولة الفائضة، ومن ثم المنافسة محليا ودوليا.

أما بالنسبة للمستثمرين، فتحقق الأدوات المالية المبتكرة المزايا المالية:³

- تخفيض تكاليف المعاملات.

- الحصول على العوائد بأكثر من العوائد التي يمكن أن تحققها الأوراق المالية الحكومية مثلا.

- القدرة على التنبؤ بالتدفقات المالية للصكوك الإسلامية.

- تكوين محافظ استثمارية إيرادية ذات تنوع كبير وميسر وبتكاليف قليلة.⁴

- تمكين المستثمرين من الاختيار بين أحسن الأدوات بما يمكنهم من المقارنة بين العوائد والمخاطر بدقة لما لها من خصائص نوعية،⁵ ومن ثم اتخاذ أفضل قرار استثماري.

وفيما يتعلق بمزايا الأدوات المالية المبتكرة للمدخرين، فتكمن فيما يلي:

- قدرة الأدوات المالية المبتكرة على تجميع المدخرات نظرا لتنوعها وتنوع آجالها وفئاتها وأغراضها، وتنوع طرق الحصول على العائد، وكذا سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه،

¹ - محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23 - 24 فيفري 2011، ص: 11.

² - عبد القادر زيتوني، التصكيك الإسلامي: ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 06.

³ - فتح الرحمن علي محمد صالح، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة إلى الحالة السودانية، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، 05-06 أبريل 2012، ص: 08.

⁴ - منذر قحف، سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل، ورقة مقدمة للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت، 2-4 تشرين الثاني (نوفمبر) 1998، ص: 15.

⁵ - محمد عمر جاسر، "تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة 21، المجلد 21، العدد 01، كانون الثاني/يناير 2013، ص: 42.

كما تتمتع الصكوك الإسلامية بميزات منها عدم تعرضها لمخاطر التضخم، وتأثيرها الإيجابي به، كونها تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول (أعيان وخدمات).¹

- وللمدخرين في النظام الإسلامي - كأى نظام آخر - تفضيل للسيولة بدرجة أو بأخرى، وبقدر استطاعة المدخرين - عند الضرورة - بيع أوراقهم المالية بسرعة وبتكلفة متدنية، ستزداد رغبتهم في تخصيص نسبة أكبر من مدخراتهم لأدوات طويلة الأجل.²

- كما تمكن الأدوات المالية المبتكرة (الصكوك الإسلامية) من تعبئة المدخرات الموجودة بين يدي الأفراد والتي هي عاطلة عن القيام بوظيفتها الاقتصادية ودورها التنموي، مما يؤدي إلى استثمارها في المجالات الزراعية والصناعية والتجارية والتي تعبر عن مدى التقدم والتخلف في البلاد.³

- ويتيح تنوع صور الأدوات المالية المبتكرة كتعدد صور صكوك الإجارة لكل من المدخرين والمؤسسة الاستثمارية اختيار الصيغة التي تتناسب وظروف كل منهما، بما يساعد على ظهور صور أخرى للأدوات المالية في سوق الأوراق المالية، ويزيد من فرص الاختيار أمام المدخرين ويوسع من دائرة الإصدار من وجهة نظر المستفيد من التمويل.⁴

أما بالنسبة لأثر الأدوات المالية المبتكرة على كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية، فيمكن إيجازها في تمكينها من تخصيص الموارد بشكل كفؤ، ذلك أن السوق لا بد أن تكون على درجة عالية من الكفاءة حتى تتمكن من أداء وظائفها المنوطة بها، ويشار إلى السوق بأنها كفؤة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ.⁵

¹ - رفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية: التجريبتين الماليزية والسودانية أنموذجاً، بحث مقدم إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 12-13 نوفمبر 2013، ص: 13.

² - ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتهما الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 105.

³ - أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص: 06.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 134.

⁵ - زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 1429/2008، ص: 194.

وبإمكان الأدوات المالية الإسلامية المبتكرة مساعدة السوق في تحقيق هذا الهدف لابتعادها عن الغش والغرر والغبن والتلاعبات التي تؤثر سلباً على السوق والمتعاملين فيه.¹

كما يمكن للأدوات المالية الإسلامية المبتكرة أن تشكل قنوات جديدة لتعبئة الموارد وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية تساهم في تنمية اقتصادية شاملة، خاصة وأن إصدارات الأدوات المالية الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية.²

وتساعد الصكوك الإسلامية على تحقيق الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأنها تتطلب إجراءات كثيرة، ودخول مؤسسات عديدة في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.³ وبشكل عام، استطاعت الهندسة المالية الإسلامية تقديم أدوات مالية إسلامية مبتكرة (الصكوك الإسلامية) قائمة على أسس التمويل الإسلامي، مما شكل إضافة نوعية مختلفة عما هو موجود في الأسواق المالية العالمية.⁴

3-2- دور الهندسة المالية الإسلامية في إضافة مؤسسات مالية جديدة

يعتبر الاهتمام بالسوق الثانوية على حساب السوق الأولية من أهم المعوقات التي تحول دون تحقيق سوق الأوراق المالية الإسلامية لأهدافها. لذلك، ينبغي الاهتمام بالسوق الأولية من خلال إنشاء الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وتعبئة مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشاريع الجديدة، وهذا الأمر يعتبر هو المعيار الأساسي للحكم على مدى نجاح سوق الأوراق المالية، نظراً لزيادة القاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء السوق الثانوية.⁵ ولتطوير السوق الأولية، فلا بد من وجود مؤسسات مالية متخصصة كل منها بأدوار ضرورية لتطويرها، ومن هذه المؤسسات ما يلي:⁶

¹- أحمد طرطار وشوقي جباري، "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية (الحلقة 3)"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد (19)، ديسمبر 2013- صفر 1435هـ، ص: 19-22.

²- زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، 1429/2008، ص: 195.

³- علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO، بعنوان (الصكوك الإسلامية: تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19 جويلية 2010، ص: 10.

⁴- زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، 1429/2008، ص: 189.

⁵- المرجع نفسه، ص: 192.

⁶- المرجع نفسه، ص: 192-193.

- **موجد العملية**، يتركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يقوم بهذا الدور، في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى، ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق، وذلك مقابل عمولة موجد العملية.
 - **المنشأة ذات الغرض الخاص**، وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.
 - **متعهد إعادة الاكتتاب**، وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغطَّ (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لطرحها لاحقاً للتداول.
 - **متعهد إعادة الشراء**، ويمثل البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.
 - **وكيل الدفع**، وهو الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية وذلك مقابل عمولة متفق عليها.
 - **الأمين**، وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب (SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والمحافظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.
- وتتيح أدوات الهندسة المالية الإسلامية - أيضاً- إمكانية تعامل المؤسسات المالية التقليدية فيها، فعلى سبيل المثال، أصدر البنك الإسلامي للتنمية عام 2004، صكوك إجارة بمبلغ 400 مليون دولار وطرحها للاكتتاب العام. وبالرغم من كون العملية تمثل إصداراً إسلامياً إلا أنها جذبت مشترين من مؤسسات تقليدية اكتتبت في حوالي 70% من الإصدار، ومنها بنوك مركزية من دول عديدة اكتتبت في حوالي 40% من 70%¹.

3-3- دور الهندسة المالية الإسلامية في رفع رسملة السوق وانفتاحها

تقدم الهندسة المالية الإسلامية منتجات وأدوات متنوعة من حيث النشاط والأجال، بما يمكن سوق الأوراق المالية الإسلامية من استيعاب فئات جديدة من المدخرين الذين لم يوظفوا أموالهم من قبل بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية التي لم تتوفر في الأدوات والأوراق المالية التقليدية كالسندات، وتعتبر المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة صيغة بديلة للأوراق المالية التقليدية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق، وهو ما يساهم في إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية عالمية مرنة للتعامل في الأسهم والصكوك الشرعية، وتفتح المجال لتوظيف أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي،

¹- زكرياء سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، 1429/2009، ص: 216.

ومنه توسيع حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية وانتعاشها.¹ ومن ثم المساهمة في دمج الأسواق المحلية مع العالمية خاصة في عصر تميزه التكتلات.²

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

يتداول في سوق الأوراق المالية الإسلامية مجموعة من الأدوات منها الأسهم والصكوك الإسلامية وكذا مؤشرات سوق الأوراق المالية، ويشترط فيها الانضباط بمبادئ الشريعة الإسلامية، وتعتبر هذه الأدوات من أهم مقومات وجود السوق.

1- الأسهم

تعتبر الأسهم من أهم وأشهر الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتأخذ أنواعا مختلفة حسب اعتبارات متعددة.

1-1- تعريف الأسهم

يمكن تعريف الأسهم في اللغة والاصطلاح كما يلي:

1-1-1- تعريف السهم لغة

جاء في المعجم الوسيط أن "السهم الحظ والنصيب"، يقال تساهم الرجلان الشيء أي تقاسماه.³ وفي لسان العرب لابن منظور، السهم: واحد السهام، والسهم: النصيب المحكم: السهم الحظ، والجمع سهام وسهمة.⁴

وفي المعجم الاقتصادي الإسلامي، السهم - بفتح السكون - الحظ والنصيب، وجمعه أسهم وسهمان، وسهام وسهمة، والسهمة: النصيب.⁵ قال تعالى ﴿وَسَاهِمَ بَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾.⁶

1-1-2- تعريف السهم اصطلاحا

عرف السهم بتعاريف متعددة منها أنه "صك يثبت حقا في حصة شائعة لشخص في ملكة صافي أصول الشركة، والحق في الحصول على حصة الربح المحقق مع مسؤولية محدودة بمقدار المساهمة".⁷

¹- خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، 03-04 ديسمبر 2012، ص: 250.

²- المرجع نفسه، ص: 251.

³- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، جمهورية مصر العربية، الطبعة الرابعة، 2004/1425، ص: 459.

⁴- ابن منظور، لسان العرب، دار المعارف، القاهرة، مصر، دون سنة نشر، ص: 2135.

⁵- أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، دون بلد نشر، 1981/1401، ص: 229-230.

⁶- الآية: 141 من سورة الصافات.

⁷- إسماعيل عكله عبد اللطيف، "الأوراق المالية في السوق وحكمها في الشريعة الإسلامية"، مجلة ديبالي، العدد الرابع والأربعون، 2010، ص: 124.

كما عرفت الأسهم بأنها "صكوك تمثل حصصاً في رأس مال شركة، متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها".¹

1-2- خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:²

- متساوية القيمة وتشكل في مجموعها رأس مال الشركة، والهدف من جعلها متساوية القيمة هو تسهيل عمل الشركة، وتسهيل توزيع الأرباح، إضافة إلى تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية للشركة، وكذا تنظيم سعر السهم في البورصة.

- تساوي قيمة الأسهم يؤدي إلى تساوي الحقوق بين المساهمين، كما تقتضي تساوي مسؤولية الشركاء بحسب قيمة السهم.

- عدم قابلية السهم للتجزئة، إذ يمنع تعدد مالكي السهم أمام الشركة، والغرض من ذلك هو تسهيل مباشرة الحقوق وأداء الواجبات المتبادلة بين المساهم والشركة.

- قابلية السهم للتداول، وهي خاصية أصيلة للأسهم، ذلك أنه في حال تم النص على عكس ذلك، فإن الشركة تفقد صفة المساهمة.

1-3- أنواع الأسهم

تقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة حسب معايير متعددة منها معيار حقوقها، معيار استهلاكها، معيار شكلها، إضافة إلى معيار قيمتها، وكذا باعتبار نشاطها، وتم التطرق إلى أنواعها وفق هذا الأخير، وذلك كما يلي:³

1-3-1- أسهم الشركات ذات الأنشطة المباحة

تتمثل في أسهم الشركات التي تتعامل في الحلال، ورأس مالها حلالاً، وتتعامل في الحال، كما ينص نظامها وعقدتها التأسيسي على تعاملها في الحلال ولا تتعامل بالربا ولا بأي من المحظورات الشرعية. وهذا النوع لا خلاف بين العلماء في جواز إنشائها والاكتتاب فيها وبيعها وشراؤها والاستثمار فيها.

¹ - سعيد بن تركي الختلان، الأسهم الحائزة والمحظورة، بحث مقدم إلى مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 16-18 صفر 1428 الموافق 06-08 مارس 2007، ص: 03.

² - المرجع نفسه، ص: 03.

³ - المرجع نفسه، ص: 09 وما بعدها.

1-3-2- أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة

هذا النوع من الأسهم على عكس سابقتها، إذ يكون مجال استثماراتها في أمور محرمة كشرركات الخمر والمخدرات ولحوم الخنزير وغيرها. وهذه الأسهم لا خلاف بين العلماء في حرمة الاكتتاب فيها وبيعها وشرائها والاستثمار فيها.

1-3-3- أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلفة

تمثل أسهم لشركات يكون أصل تعاملها مباحا ومجال استثمارها حلالا، كأن تنتج سلعا وخدمات مباحة. غير أنها تتعامل بالحرام كالإقراض والاقتراض بالربا والتعامل بالعقود الفاسدة وغيرها. وحكم المساهمة في هذا النوع من الشركات فيه خلاف كبير وجدل بين العلماء ولم يخلص فيه إلى قرار متفق عليه.

2- الصكوك الإسلامية

تمثل الصكوك الإسلامية أحد أهم منتجات التصكيك الإسلامي، وتصدر وفق عقود التمويل الشرعي.

2-1- تعريف الصكوك الإسلامية

يعرف التصكيك الإسلامي حسب مجمع الفقه الإسلامي الدولي (2009/1430)، بأنه "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 الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه".¹

كما عرف التصكيك الإسلامي بأنه "عملية يتم بموجبها تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كلاهما إلى وحدات متساوية القيمة، وإصدارها في شكل أوراق مالية تعبر عنها".²

يلاحظ من هذا التعريف أن عملية التصكيك الإسلامي ينتج عنها أوراق مالية تسمى الصكوك الإسلامية، التي تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص".³

¹ - زاهرة بني عامر، التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول: أيهما مقبول إسلاميا؟، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 12 13 تشرين الثاني 2013، ص: 07.

² - Suleiman ABDI DUALEH, Islamic Securitisation: Practical Aspects, Unpublished paper presented, in World Conference on Islamic Banking, Geneva, Switzerland, July 8-9, 1998, p:02.

³ - سعيد محمد بوهرارة وأشرف وجدي دسوقي، تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول، ورقة مقدمة إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة المملكة العربية السعودية، 24-25 مايو 2010، ص: 03.

فالصكوك الإسلامية لا يمكن إصدارها دون توفر موجودات تقابلها، وهذا الأمر من شأنه تحقيق التوازن بين الجانبين المالي والحقيقي في الاقتصاد.

2-2- طرق التصكيك الإسلامي

هناك طريقتان للتصكيك الإسلامي، وهما:¹

2-2-1- التصكيك البسيط (المباشر)

وهذه الطريقة هي التي تميز التصكيك عن التوريق التقليدي، وبموجبها تصدر الصكوك الإسلامية لتعبئة الموارد المالية ثم توجه نحو مشروع استثماري معين، كمشاريع البنية التحتية، من خلال طرح الصكوك على أساس صيغة تمويل إسلامية في السوق الأولية، وتكون حصيلة الاكتتاب رأس مال المشروع المراد إنجازه.

2-2-2- التصكيك المهيكّل (غير المباشر)

تصدر الصكوك وفق هذه الطريقة قصد تحويل المشاريع والأصول القائمة إلى سيولة نقدية، وذلك من خلال تحويل الأصول (المالية أو المعنوية) المدرة للدخل إلى صكوك، تطرح في السوق المالية لجذب الأموال.

2-3- أنواع الصكوك الإسلامية

يمكن تقسيم الصكوك الإسلامية حسب معيار القابلية للتداول من عدمه إلى قسمين هما، صكوك إسلامية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وصكوك إسلامية غير قابلة للتداول.²

2-3-1- الصكوك الإسلامية القابلة للتداول

تتمثل الصكوك القابلة للتداول في السوق الثانوية للأوراق المالية في صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، وصكوك الإجارة.

2-3-1-1- صكوك المشاركة

تعرف بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة. ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشراكة، أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار".³

¹ - سامي عبيد محمد وعدنان هادي جعاز، "الدور التمويلي للمصارف الإسلامية: التمويل بالصكوك - تجربة ماليزيا"، العلوم الاقتصادية، العدد الثامن والثلاثون، المجلد العاشر، آذار 2015، ص: 112.

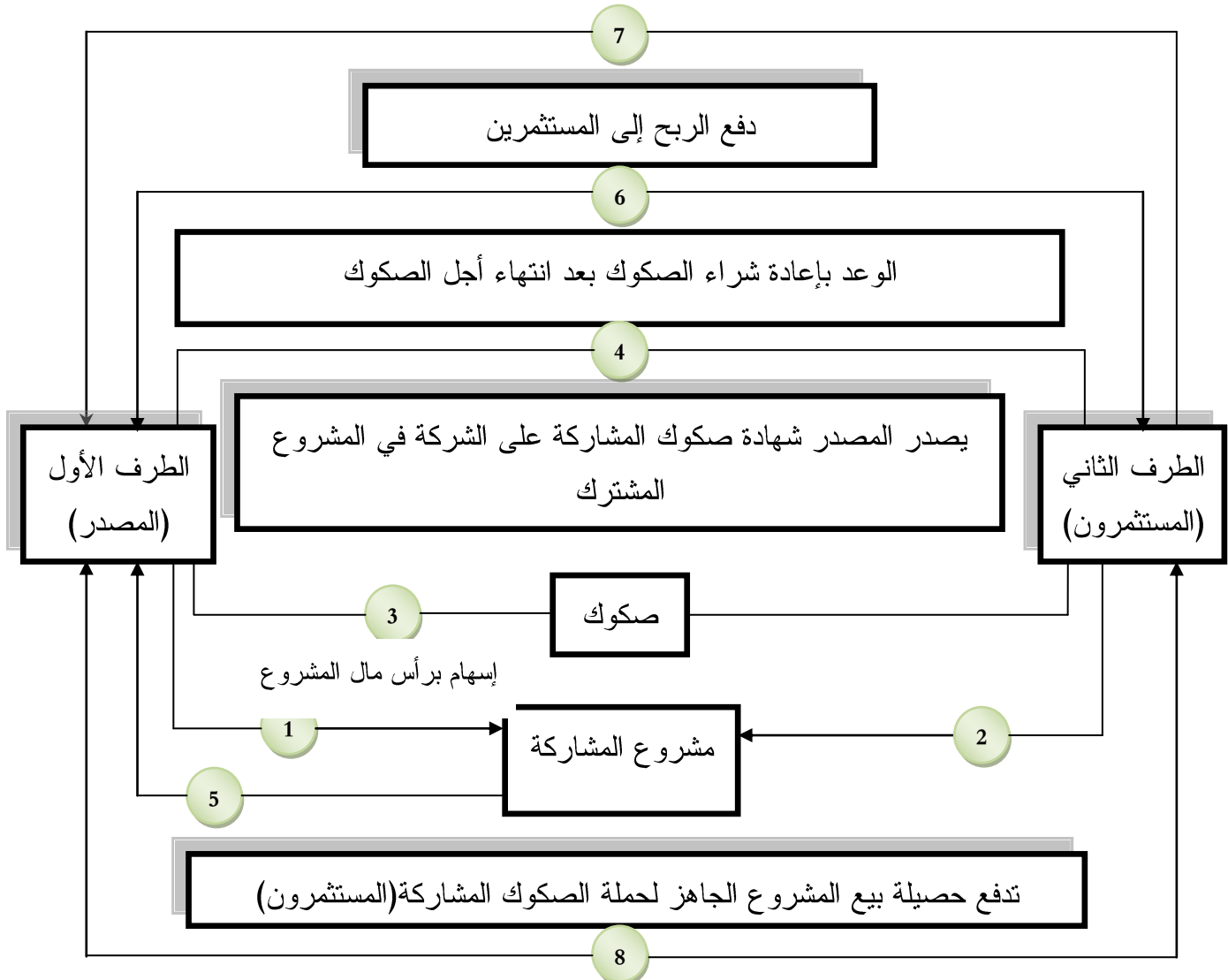
² - سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، آذار/مارس 2015، ص: 439.

³ - هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية: دراسة تطبيقية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2010، ص: 304.

ولصكوك المشاركة أنواع منها، صكوك المشاركة المستمرة، صكوك المشاركة المؤقتة، وصكوك المشاركة في مشروع معين، وصكوك المشاركة في مشروع معين تكون الإدارة لجهة أخرى.¹ وبيّن الشكل أدناه نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة.

شكل رقم (01): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة

بعد انتهاء أجل العقد يقوم المصدر بإعادة شراء صكوك المشاركة (أصول المشروع) (الوفاء بالوعد بالشراء)



المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، عمان، الأردن،

2012، ص: 107

¹ - الصوفي ولد الشيباني، "التمويل عن طريق الصكوك الإسلامية"، مجلة الفقه والقانون، العدد الرابع والثلاثون، غشت 2015، ص: 17.

2-3-1-2- صكوك المضاربة

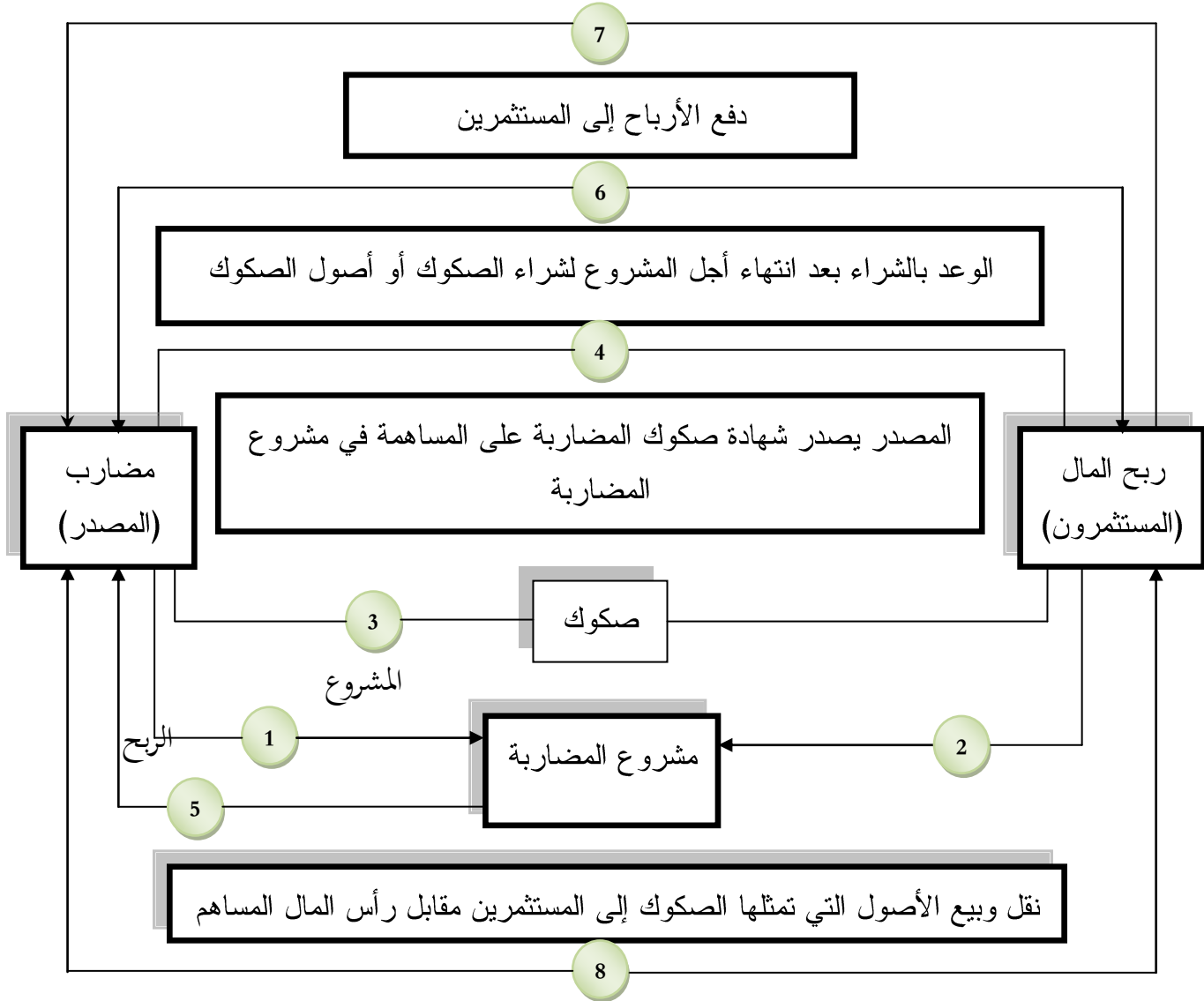
تعرف بأنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".¹

وتأخذ صكوك المضاربة صوراً مختلفة منها، صكوك المضاربة المطلقة، صكوك المضاربة المقيدة، صكوك المضاربة المستمرة، وصكوك المضاربة المستردة بالتدرج.²

ويبين الشكل أدناه نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة.

شكل رقم (02): نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة

بعد انتهاء الأجل يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك أو أصول الصكوك (وفاء بالوعد في الشراء)



¹ - سامر مظهر قنطجني، مرجع سبق ذكره، آذار/مارس 2015، ص: 439.

² - الصوفي ولد الشيباني، مرجع سبق ذكره، غشت 2015، ص: 17.

المصدر: زياد جلال، الدماغ، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 104.

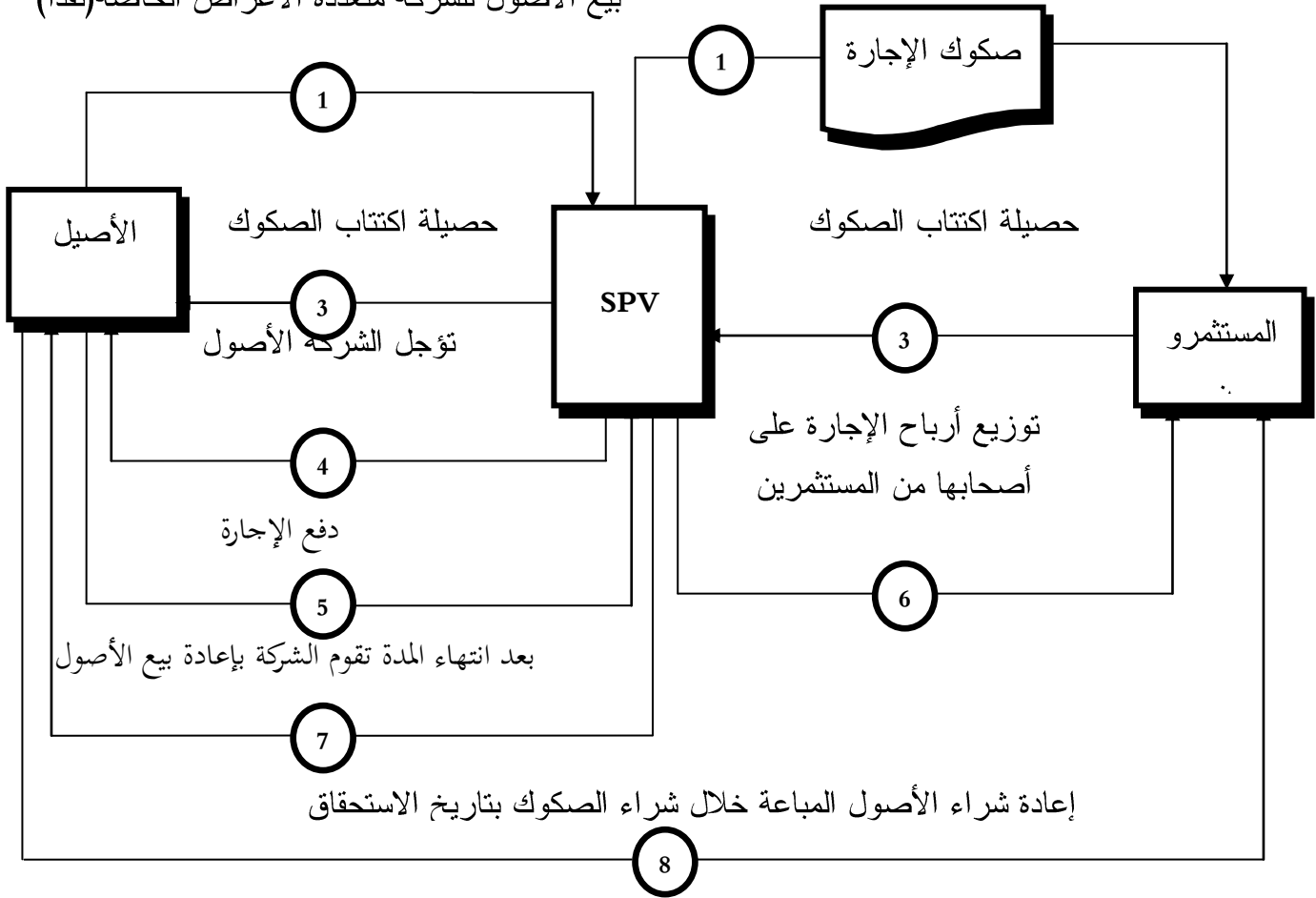
2-3-1-3- صكوك الإجارة

عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته الخامسة عشرة (2004)، بأنها "سندات ذات قيمة متساوية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"¹.
ولصكوك الإجارة أنواع منها، صكوك الأعيان المؤجرة، صكوك الخدمات، وصكوك المنافع.²
ويوضح الشكل أدناه تنظيم عملية صكوك الإجارة.

شكل رقم (03): نموذج تنظيم عملية صكوك الإجارة

تصدر الشركة الصكوك للمستثمرين التي تمثل ملكية منفعة الأصول

بيع الأصول للشركة متعددة الأغراض الخاصة (نقداً)



المصدر: زياد جلال، الدماغ، مرجع سبق ذكره، 2012، ص: 113.

¹ - هناء محمد هلال الحنيطي، "دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة"، دراسات، العلوم الإدارية، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية، المجلد 42، العدد 02، 2015، ص: 556.

² - المرجع نفسه، ص: 556.

2-3-2- الصكوك الإسلامية غير القابلة للتداول

تتمثل أهم الصكوك الإسلامية غير قابلة للتداول في السوق الثانوية في صكوك الاستصناع، صكوك السلم وصكوك المرابحة وغيرها.

2-3-2-1- صكوك الاستصناع

عرفت في كتاب المعايير الشرعية الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك".¹

2-3-2-2- صكوك السلم

عبارة عن أداة يطرحها البنك لشراء بضائع بالجملة، ثم يبيعها عن طريق صيغة السلم الموازي في صفقات متتالية مجزأة بأسعار ترتفع تدريجياً عند اقتراب موعد تسليم واستلام البضاعة، وتطرح الصكوك على أساس تخصيص حصة للممولين في الربح الناتج عن الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.²

2-3-2-3- صكوك المرابحة

تعرف صكوك المرابحة بأنها "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة أو خدمة مرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك".³ والمرابحة عبارة عن بيع السلعة بثمن الشراء مع زيادة ربح معلوم له.⁴

2-3-2-4- صكوك المزارعة

تمثل صكوك المزارعة حصصاً متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض بغية تمويل تكاليف زراعة أرضه بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة حسب ما يقتضيه الاتفاق المذكور في العقد.⁵

2-3-2-5- صكوك المساقاة

تعرف بأنها "وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة".¹

¹ - أحمد محمد محمود نصار، صكوك الاستصناع والبديل المقترح لتطويرها: دراسة تحليلية، منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، حكومة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص: 16.

² - زياد جلال الدماغ، "صكوك السلم ودورها في تمويل قطاع البترول: دراسة حالة الهيئة العامة الفلسطينية للبترول"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الثاني، يونيو 2015، ص: 18.

³ - سعود بن ملوح العنزي ومحمود علي السرطاوي، "صكوك المرابحة"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الثامن، العدد (1)، 2012/1433، ص: 220.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 220.

⁵ - الصوفي ولد الشيباني، مرجع سبق ذكره، غشت 2015، ص: 18.

2-3-2-6- صكوك المغارسة

وهي عبارة عن "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس".²

3- مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية

لكل سوق أوراق مالية مؤشرات تعبر عنها، ومن خلالها يتم الحكم على مدى فعاليتها وأدائها، وتمكن المستثمرين من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

3-1- تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية

المؤشر "هو رقم يشير إلى حركة أسعار الأسهم في السوق، يتم استخلاصه من أسعار مجموعة من الأسهم التي يعتقد أنها عينة تمثل الأسهم المتداولة في السوق".³

والمؤشرات بمثابة مقاييس تغيرات القيمة في مجموعات أنموذجية من الأسهم، ويتألف المؤشر من عدد من الأسهم جرى تجميع أسعارها وتقسيم تلك الأسعار، إما على عدد الأرقام أو على سعر محدد مسبقاً.⁴

3-2- وظائف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تتمثل وظائف مؤشرات سوق الأوراق المالية فيما يلي:⁵

- يمثل المرجعية لتقييم أداء مديري المحافظ الاستثمارية، وذلك من خلال حساب معدلات العائد للسوق ككل- أو لجزء منه- خلال فترة زمنية معينة، واستخدام هذه المعدلات في الحكم على أداء المحافظ المناظرة المرجعية.

¹ صليحة عماري وآسيا سعدان، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2013، ص: 06.

² أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص: 96.

³ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، "عمليات السوق المالية وعوامل استقرارها في السوق المالية الإسلامية"، كتاب الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، الطبعة الأولى، 1430هـ/2009م، ص: 100.

⁴ بشار ذنون محمد الشكري وميادة صلاح الدين تاج الدين، "علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية: دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، 89(30)، 2008، ص: 74.

⁵ حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 1383.

- تستخدم المؤشرات لتطوير المحافظ التي تمثل المؤشر فيما يعرف بالمحافظ غير النشطة، أو لبناء صناديق المؤشرات التي من أهم أهدافها تحقيق نفس أداء المؤشر في العائد والمخاطرة، وذلك لصعوبة وتكلفة إدارة المحافظ النشطة التي تتفوق على أداء سوق معينة.
- كما قد يستخدم المؤشر ذاته كأداة استثمار، بحيث يمكن لأي مستثمر شراء وبيع المؤشر ككل بما يحقق له التنوع اللازم.

وهنا تجدر الإشارة إلى أنه "لا يجوز بيع وشراء المؤشر لأنه مقامرة بحتة وهو بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده".¹

- أما الوظيفة التقليدية للمؤشر فتتمثل في متابعة أداء السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة الأسعار وأحجام التداول في الأوراق المالية، كما تهتم فئة الفنيين بالتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل لاستخدامها في اتخاذ قرار بيع وشراء الأوراق المالية، من خلال رصد وتحليل خرائط تحركات الأسعار في مؤشرات معينة كأساس للتنبؤ باتجاهات الأسعار في المستقبل.²

ومن الضروري أن يؤخذ بعين الاعتبار عند بناء المؤشر العوامل الهامة المؤثرة على تمثيل مجموعة الأوراق المالية للمؤشر، والمتعلقة بحجم ومصدر وأوزان العينة المختارة، وكذا طريقة حسابها. لأن المؤشر يجب أن يمثل حركة السوق ككل أو جزء من السوق لمجموعة من الأوراق المالية ذات خصائص معينة.³

3-3 مؤشرات داو جونز الإسلامية

أنشئت مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لموجهات الاقتصاد الإسلامي، وتسير هذه المؤشرات على خطى الأسهم الخاضعة للشريعة الإسلامية في كل أنحاء العالم. وبذلك تتيح للمستثمرين المسلمين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي.⁴ وتتمثل أهمية المؤشرات الإسلامية فيما يلي:⁵

- تخدم مختلف قطاعات أسواق الأوراق المالية الإسلامية، ذلك أن استخدامها يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتمشى مع مبادئ الشريعة. فمثلاً كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية،

¹- جاسم علي سالم الشامي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 758.

²- حنان إبراهيم النجار، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 1383.

³- المرجع نفسه، ص: 1384.

⁴- عصام الزين الماحي، تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة، الملتقى السنوي الإسلامي السابع إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، معهد التدريب المالي والمصرفي، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 25-27 سبتمبر 2004، ص: 05.

⁵- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 32-33.

تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات أخرى مثل داو جونز، وستاندرد آند بورز، ومؤشر فوتسي وغيرها، لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، مما يتسبب في عدم وجود نمط محدد وأساس سليم وموضوعي للقياس.

- يمكن مؤشر داو جونز الإسلامي من جذب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج، من خلال استثمارها في شكل صناديق استثمار أو من خلال المشاركة في الشركات المدرجة ضمن المؤشر في الدول العربية ومنه تنشيط السوق المحلية.

- يعطي المؤشر ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الإنترنت، حيث يعطي للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية ميزة تنافسية، حيث يتيح لها إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، حيث سيتوفر لها إمكانية الدخول إلى كبريات أسواق الأوراق المالية العالمية، وتقديم خدماتها الاستثمارية لعملائها.

- يمكن المؤشر الإسلامي من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، كما توفر عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة منخفضة.

- المؤشر مصمم بحيث يلبي متطلبات الأدوات الاستثمارية، كصناديق الاستثمار.

خلاصة الفصل الثاني

لقد تبين من خلال هذا الفصل أن سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق تتضبط بضوابط الشريعة الإسلامية، وهي جزء لا يتجزأ من النظام المالي الإسلامي ككل. وهناك العديد من الدواعي والمبررات لإقامتها ومنها الأزمات المالية التي ضربت أكبر الاقتصاديات العالمية، إضافة إلى تلبية رغبات المستثمرين المسلمين.

تتطلب إقامة سوق للأوراق المالية الإسلامية توفر الإطار التشريعي والتنظيمي اللازم لها، إضافة إلى توفر المتطلبات المؤسسية ومنها شركات المساهمة، وصناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وإعادة التكافل وغيرها.

تجمع سوق الأوراق المالية الإسلامية بين هيئة للرقابة الشرعية وأخرى للرقابة القانونية، إذ تعتبر الأولى أهم عامل يمكن السوق من الحفاظ على خصوصيتها كونها إسلامية، وذلك لأنها تضمن انضباط السوق ومعاملاتها بمبادئ الشريعة الإسلامية، في حين تعمل هيئة الرقابة القانونية على تطبيق الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق.

كما تمثل الأدوات المالية الإسلامية أحد المتطلبات اللازمة التي لا يمكن أن توجد سوق للأوراق المالية الإسلامية بدونها ومنها الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في السوق والمتمثلة في صكوك المشاركة، صكوك المضاربة وصكوك الإجارة.

يتطلب تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية ابتكار منتجات وأدوات مالية إسلامية والتي يكون منبعها الهندسة المالية الإسلامية، ذلك أن التطورات الحاصلة وتزايد طلبات ورغبات المستثمرين في الحصول على التمويل تجعل من الابتكار شرطاً لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية.