

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة



أطروحة مقدمة للحصول على شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير  
تخصص مالية

الموضوع :

# الآثار الاقتصادية للصكوك الإسلامية و متطلبات إنشائها في الجزائر

إشراف الأستاذ: الدكتور اسماعيل العشناني  
المشرف المساعد: الدكتور محمد بوحديدة

إعداد الطالب:  
يوسف تبري

## لجنة المناقشة

رئيسا	أ.د محمد ناصر ثابت.....المدرسة العليا للتجارة
مقررا	د.اسماعيل العشناني.....المدرسة العليا للتجارة
مساعد	د.محمد بوحديدة.....المدرسة العليا للتجارة
عضوا	أ.د محمد براق.....المدرسة العليا للتجارة
عضوا	أ.د كمال رزيق.....جامعة علي لونيبي-البليدة-
عضوا	أ.د عيسى يحيى.....جامعة الجزائر3
عضوا	د. خالد بن عمور.....جامعة احمد بوقرة -بومرداس-
خبيرا	د.عبد الحفيظ صدوقي.....المدرسة العليا للتجارة

2017/2016

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ  
ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ  
مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ  
النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾ (275) سورة البقرة

# إهداء



إلى من وضع الله الجنة تحت قدميها والدتي العزيزة، و إلى من سقى الشجرة حتى اثمرت  
والدي العزيز، و إلى سندي في الحياة أخي و اخواتي.  
إلى التي منحني الارادة و العزيمة و قاسمتني هموم انجاز هذا العمل زوجتي الغالية  
إلى ابنتي العزيزتين إسراء و إخلاص  
إلى كل من عرفناهم و جمعت بيننا الدنيا:رفقاء الصبا و زملاء الدراسة و العمل و إلى جميع  
من اعاننا على هذا العمل و غيره أثاب الله الجميع

إلي كل من أضاء بعلمه عقل غيره

أو هدى بالجواب الصحيح حيرة سائله

أهدي هذا العمل

يوسف تجري

## شكر و تقدير

اول الشكر لله الواحد القهار صاحب الفضل و الإكرام أكرمنا بنعمة الإسلام و يسر لنا سبيل العلم فله الشكر حتى يرضى و له الشكر بعد الرضى و الصلاة و السلام على المصطفى صلى الله عليه و سلم تسليما كثيرا.

ثم كامل الشكر و التقدير لأستاذي الفاضل: الدكتور: إسماعيل العشاني لتفضله بالإشراف على هذا العمل و لما كان له من توجيهات و مقترحات اثمرت ايجابا فيما قدمت فجزاه الله أفضل الجزاء على نصائحه و توجيهاته و سعة صدره و صبره، كما لا يفوتني ان أزف جميل عبارات الشكر و الامتان للدكتور محمد بوحديدة الذي ساعد في تصويب و دعم هذا العمل، كما اتقدم بخالص الشكر لكل أساتذة المدرسة العليا للتجارة و على رأسهم الاستاذ عبد العزيز صبوغة على عطائهم و توجيهاتهم لنا خلال مختلف اطوار الدراسة .

كما لا يفوتنا ان نشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل و تسخيرهم لجزء من وقتهم لقراءته و تقويمه

يوسف تيري

## مستخلص

تعالج هذه الأطروحة متطلبات ادراج الصكوك الاسلامية في الجزائر، خاصة وأن هذا النوع من الأدوات المالية أصبح يعرف رواجاً في عديد من البلدان سواء تعلق الأمر بالدول الإسلامية أو غيرها، كما أن الحاجة إلى توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية الحكومية والخاصة يستلزم التفكير في أهم الوسائل التي تساعد على ذلك بما يتلاءم وثقافة المجتمع الجزائري، كما حاولت هذه الأطروحة إبراز أهم المجالات التي يمكن أن تساهم من خلالها الصكوك في دفع عجلة التنمية الاقتصادية.

و في هذا الصدد وقبل اللجوء إلى المفاهيم العامة للصكوك الإسلامية فقد تناولنا في دراسة تحليلية أهم المفاهيم المتعلقة بالأدوات المالية التقليدية، ثم انتقلنا إلى ظاهرة الإزمات المالية وبالتحديد أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، فتم الربط بين الإزمة ومسبباتها من تعاملات غير الأخلاقية حتى نبين المزايا التي تقدمها الصكوك الإسلامية والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها.

كما تم التطرق من خلال هذا البحث إلى الإضافات التي تقدمها الصكوك الإسلامية للمتعاملين بها وللاقتصاد ككل من خلال التطرق إلى تجارب دولية وعلى رأسها التجربة الماليزية.

في آخر فصل تناولت الأطروحة حالة الجزائر لتحديد متطلبات إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر، فاعتمدت الدراسة في تحقيق أهدافها على مجموعة من الأدوات والبيانات المتعلقة بالسوق المالي الجزائري لتوضيح المناخ المالي في الجزائر، ثم أعداد استبانة وتوزيعها على عدد من المتدخلين في السوق المالي أو أصحاب الخبرة في الموضوع لتحديد مدى توفر العلاقة بين ضرورة إنشاء صكوك إسلامية في الجزائر والمتطلبات التشريعية، الاجتماعية والاقتصادية

## ABSTRACT

This thesis deals with the insertions' requirements of the "islamic sukuk" in Algeria, especially that this kind of financial tools is getting more popular in many countries whether the Islamic or non-Islamic ones. Moreover the need to providing the necessary funding for the public and the private economic projects needs a lot of thinking on the most important means that would be helpful on that in a way that suits the culture of Algerian society .

This thesis has also tried to show the most important field through which the check( Islamic sukuk) would be able to participate in pushing the economical development wheel.

Talking about that and before going into the general concepts of the check ( Islamic sukak) we have tackled in an analytic study the most important concepts that deals with the traditional financial tools than we have moved to the phenomenon of the financial crisis more specifically the mortgage one in 2008 and we have tried to link the crisis to its causes mainly the unethical deals cause in order to show the benefits that the check (islamic sukuk )is offering and the legal principles that is built on.

in addition to that , in this study we have tackled the addition that the chek(islamic sukuk) is giving to its dealers and to the economic in a whole through mentioning the international experiences in which the Malaysian one is heading.

In its last chapter the thesis has tackled the situation of Algeria in order to determine the requirements of the check (islamic sukuk )establishment in Algeria .in order to achieve its goals the study has relied on a set of tools and on the Algerian financial market 's data so to clarify the Algerian financial climate than preparing a Questionnaire and distribute it to a number of experts in the field in order to determine to what extent the establishment of the chek (islamic sukuk ) in Algeria goes side by side with the legal ,social and economical requirements

# فهرس المحتويات

# الفهرس

III	إهداء
IV	شكر و تقدير
V	مستخلص
VI-XI	فهرس المحتويات
XII-XIV	فهرس الجداول
XV-XVI	فهرس الاشكال
أ- ط	المقدمة العامة

## الفصل الأول: دراسة و تحليل المفاهيم المرتبطة بسوق الاوراق المالية

1	المبحث الاول: ماهية سوق الاوراق المالية و تنظيمها
3	المطلب الاول: موقع سوق الاوراق المالية من السوق المالي
3	الفرع الاول: تعريف السوق المالي
3	الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية:
4	الفرع الثالث: هيكل السوق المالية:
5	المطلب الثاني: سوق الاوراق المالية
10	الفرع الأول: تعريف سوق الاوراق المالية :
10	الفرع الثاني : مكونات سوق الاوراق المالية :
11	الفرع الثالث : البورصة و تداول الاوراق المالية
12	المطلب الثالث: نظام و آليات التعامل بالبورصة
16	الفرع الاول: النظام الداخلي بالبورصة
16	الفرع الثاني : التسعير بالبورصة
18	الفرع الثالث : أوامر البورصة
19	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الاوراق المالية
20	المطلب الأول : الاسهم
20	الفرع الاول : ماهية الاسهم :
20	الفرع الثاني: خصائص الأسهم:
20	الفرع الثالث : انواع الاسهم
22	المطلب الثاني : السندات
27	الفرع الاول : ماهية السندات
27	الفرع الثاني: خصائص السندات:
28	الفرع الثالث: انواع السندات
29	الفرع الرابع : اهتلاك السندات
30	المطلب الثالث: المشتقات المالية
31	الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية
32	الفرع الثاني :أسواق المشتقات
33	الفرع الثالث :أنواع عقود المشتقات
33	المبحث الثالث: مؤشرات سوق الاوراق المالية و مدى كفاءتها:
36	المطلب الأول: مؤشرات سوق الاوراق المالية:
36	الفرع الاول : ماهية مؤشرات السوق و استخداماتها
36	الفرع الثاني :بعض المؤشرات في سوق الاوراق المالية
40	المطلب الثاني :كفاءة سوق الاوراق المالية
42	الفرع الاول :ماهية و متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية
42	الفرع الثاني :الصيغ المختلفة لكفاءة السوق
44	

47	الفصل الثاني:التعاملات المالية غير الاخلاقية و تاثيرها في وقوع الازمات المالية
49	المبحث الأول:الازمة المالية: أصنافها و مسبباتها
49	المطلب الاول:الأزمات:مراحلها و انواعها
49	الفرع الاول :تعريف الازمة
50	الفرع الثاني :مراحل الازمات
53	الفرع الثالث :تصنيف الازمات
53	المطلب الثاني:الازمات المالية ,خصائصها و انواعها
53	الفرع الاول :تعريف الازمة المالية:
55	الفرع الثاني:خصائص الازمة المالية
56	الفرع الثالث :اصناف الازمة المالية
57	المطلب الثالث :ازمة الرهن العقاري 2008 نموذجا
57	الفرع الأول :التسلسل التاريخي للازمة:
59	الفرع الثاني : الأسباب المباشرة للازمة
60	الفرع الثالث :الاسباب غير المباشرة
62	المبحث الثاني : المضاربة في الاوراق المالية بين المرغوب و المرفوض
62	المطلب الاول :ماهية المضاربة المرغوبة و دورها في الاقتصاد
62	الفرع الاول :ماهية المضاربة
63	الفرع الثاني :الدور الاقتصادي المنتظر من المضاربة المشروعة
65	المطلب الثاني :المضاربة غير المشروعة و التلاعب في سوق الاوراق المالية
65	الفرع الأول :صور المضاربة غير المشروعة
69	الفرع الثاني :آثار المضاربة غير المشروعة على الاقتصاد
70	المبحث الثالث :المقامرة و الربا و مساهمتها في الازمة المالية العالمية.
70	المطلب الأول :الربا و آثاره الاقتصادية :
70	الفرع الأول :ماهية الربا و انواعها :
71	الفرع الثاني :الآثار الاقتصادية للفوائد الربوية :
73	الفرع الثالث : الفوائد الربوية كأهم مسببات أزمة الرهن العقاري.
76	المطلب الثاني :القمار و دوره في الازمة المالية:
76	الفرع الأول:ماهية القمار و الفرق بينه و بين المضاربة:
77	الفرع الثاني :دور القمار في الازمة المالية العالمية.
79	المطلب الثالث :الاقتصاد الاسلامي في مواجهة الازمات المالية
79	الفرع الاول :خصائص الاقتصاد الاسلامي
80	الفرع الثاني :محظورات شرعية لتجنب الأزمات:
85	الفصل الثالث :صكوك الاستثمار الاسلامية:تعريفها ,اصدارها و تداولها
87	المبحث الاول :ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية
87	المطلب الاول : الاستثمار في الاسلام
87	الفرع الاول :مفهوم الاستثمار في الاسلام
89	الفرع الثاني :الضوابط الشرعية للاستثمار في الإسلام
91	المطلب الثاني :ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية
91	الفرع الأول :تعريف صكوك الاستثمار الاسلامية.
92	الفرع الثاني :تاريخ الصكوك الاسلامية.
95	المطلب الثالث :اهمية الصكوك الاسلامية و خصائصها
95	الفرع الاول : اهمية الصكوك الاسلامية
96	الفرع الثاني :خصائص الصكوك الاسلامية و اختلافها عن الاسهم و السندات
98	المبحث الثاني :انواع الصكوك الاسلامية.
98	المطلب الاول : الصكوك القائمة على المشاركة.
98	الفرع الاول : صكوك المشاركة

101	الفرع الثاني: صكوك المضاربة
103	الفرع الثالث: صكوك الوكالة بالاستثمار
103	المطلب الثاني: صكوك الاجارة و الصكوك القائمة على الدين(صكوك دعم الاستثمار)
103	الفرع الأول: صكوك الإجارة الإسلامية
106	الفرع الثاني: صكوك المرابحة
108	الفرع الثالث: صكوك السلم و الاستصناع
111	المطلب الثالث: صكوك الزراعة
111	الفرع الأول: صكوك المزارعة
113	الفرع الثاني: صكوك المساقاة
114	الفرع الثالث: صكوك المغارسة
116	المبحث الثالث: اصدار و تداول الصكوك:
116	المطلب الأول: مرحلة اصدار الصكوك
116	الفرع الأول: المتدخلون في عملية التصكيك
118	الفرع الثاني: مراحل تنظيم عملية اصدار الصكوك
120	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية:
122	المطلب الثاني: تداول و اطفاء الصكوك الإسلامية
122	الفرع الأول مفهوم مرحلة التداول و الاطفاء
122	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك و اطفاءها
125	المطلب الثالث: تطور عمليات اصدار الصكوك عبر العالم
125	الفرع الأول: تطور عمليات الاصدار
127	الفرع الثاني: توزيع اصدارات الصكوك عبر العالم
129	الفرع الثالث: توزيع اصدارات الصكوك حسب النوع و القطاع الاقتصادي
134	<b>الفصل الرابع: الآثار الاقتصادية للصكوك الإسلامية</b>
136	المبحث الأول: الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية حسب النوع
136	المطلب الأول: الدور الاقتصادي للصكوك القائمة على المشاركة
136	الفرع الأول: صكوك المشاركة
137	الفرع الثاني: صكوك المضاربة
138	المطلب الثاني: الدور الاقتصادي لصكوك الاجارة و الصكوك القائمة على البيع
138	الفرع الأول: صكوك الاجارة
139	الفرع الثاني: صكوك القائمة على اساس الدين
143	الفرع الثالث: الدور الاقتصادي لصكوك الزراعة
147	المبحث الثاني: المزايا الاقتصادية للصكوك الإسلامية بالنسبة للمتعاملين بها و للاقتصاد الوطني
147	المطلب الأول: اثر الصكوك على مصدرها و حاملها
147	الفرع الأول: اهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة لمصدرها
148	الفرع الثاني: اهمية الصكوك الإسلامية لحاملها
149	المطلب الثاني: تأثير الصكوك الإسلامية على سوق الاوراق المالية
149	الفرع الأول: سوق الاوراق المالية العربية و معوقاتنا
150	الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية و تطويرها لسوق الاوراق المالية
151	المطلب الثالث: أثر الصكوك على المستوى الكلي
151	الفرع الأول: مساهمة الصكوك في دعم التنمية الاقتصادية:
154	الفرع الثاني: الصكوك بديلا للخصخصة:
155	المبحث الثالث: تجارب دولية في اصدار الصكوك الإسلامية
155	المطلب الأول: التجربة السودانية
155	الفرع الأول: صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"
157	الفرع الثاني: شهادات المشاركة الحكومية "شهادة"
160	الفرع الثالث: شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"

161	المطلب الثاني: التجربة الاردنية
161	الفرع الأول: قانون صكوك التمويل الاسلامي
163	الفرع الثاني: الضمانات التي اشتمل عليها القانون
166	المطلب الثالث: التجربة الماليزية
166	الفرع الأول: مقومات نشوء و نمو الصكوك بماليزيا :
170	الفرع الثاني: إصدار الصكوك في ماليزيا
179	<b>الفصل الخامس: خصائص السوق المالي الجزائري و متطلبات إنشائه للصكوك الاسلامية</b>
181	المبحث الأول: تطور النظام المصرفي و المالي الجزائري
181	المطلب الأول: النظام المصرفي غداة الاستقلال
181	الفرع الأول: البنك المركزي بعد الاستقلال :
185	الفرع الثاني: مهام و عمليات البنك المركزي الجزائري :
187	الفرع الثالث: هيكل النظام المصرفي الجزائري :
190	المطلب الثاني: أدوات الرقابة النقدية المستخدمة من طرف بنك الجزائر
190	الفرع الأول: الرقابة على السيولة البنكية:
192	الفرع الثاني: الرقابة على الائتمان المصرفي
193	الفرع الثالث: الرقابة النقدية المباشرة:
194	المطلب الثالث: واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر
194	الفرع الأول: تأسيس و تنظيم بورصة الجزائر:
196	الفرع الثاني: عمليات الإدراج في البورصة:
200	الفرع الثالث: تقييم تجربة بورصة الجزائر:
201	المبحث الثاني: واقع المالية الاسلامية في الجزائر
201	المطلب الأول: علاقة البنك المركزي الجزائري بالبنوك الاسلامية.
201	الفرع الأول: علاقة البنوك المركزية بالبنوك الاسلامية عبر العالم.
202	الفرع الثاني: رقابة البنك المركزي الجزائري على البنوك الاسلامية
208	الفرع الثالث: أثر رقابة بنك الجزائر على البنوك الاسلامية
212	المطلب الثاني: واقع خدمات الصيرفة و التأمين الاسلامي في الجزائر:
212	الفرع الأول: بنك البركة الجزائري
214	الفرع الثاني: مصرف السلام –الجزائر –
216	الفرع الثالث: شركة سلامة للتأمين التكافلي :
217	المبحث الثالث: متطلبات انشاء الصكوك الاسلامية في السوق الجزائرية
217	المطلب الأول: الطريقة و الاجراءات :
217	الفرع الأول: مجتمع الدراسة و العينة :
217	الفرع الثاني: أدوات الدراسة
220	الفرع الثالث: الاساليب الاحصائية المستعملة:
221	المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لفقرات الإستبانة :
222	الفرع الأول: الدراسة الوصفية للمتطلبات الاقتصادية :
223	الفرع الثاني: الدراسة الوصفية للمتطلبات الاجتماعية :
224	الفرع الثالث: الدراسة الوصفية للمتطلبات التشريعية :
225	المطلب الثالث: دراسة النتائج حسب الفئة المستهدفة:
225	الفرع الأول: تحليل النتائج حسب الدرجة العلمية (الدكاترة)
228	الفرع الثاني: تحليل النتائج حسب الفئة المستخدمة

231.....	المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة.....
231.....	الفرع الأول: اختبار الفرضية الجزئية الأولى.....
232.....	الفرع الثاني: اختبار الفرضية الجزئية الثانية.....
234.....	الفرع الثالث: اختبار الفرضية الجزئية الثالثة.....
235.....	الفرع الرابع: اختبار الفرضية الجزئية الرابعة.....
240.....	الخاتمة العامة.....
244.....	المراجع.....
256.....	الملاحق.....

# فهرس الجداول

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
31	مقارنة بين السندات، الاسهم العادية و الاسهم الممتازة	1
74	خصائص القروض خلال الفترة 2001-2007	2
97	اوجه الاختلاف بين صكوك الاستثمار والاسهم والسندات	3
125	تطور اصدارات الصكوك من 2001 إلى ديسمبر 2015	4
127	اجمالي الصكوك المصدرة حسب الدول من 1996 إلى سبتمبر 2013	5
129	اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013 )	6
131	اصدارات الصكوك حسب النوع(2001-ديسمبر 2015)	7
144	الانتاج الزراعي في الوطن العربي ونسبة مساهمته في الناتج المحلي الخام	8
158	اصدارات صكوك الاستثمار الحكومية 2003-2012	9
159	تطور اصدارات شهادات شهامة خلال الفترة 2000-2012	10
172	تطور اصدار صكوك المرابحة وصكوك البيع بالثمن الآجل بسوق الأوراق المالية الماليزية من 2005 إلى 2015	11
173	تطور صكوك الاستصناع الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (2005-2015)	12
174	تطور صكوك الاجارة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2004-2015	13
175	تطور صكوك المشاركة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015	14
176	تطور صكوك المضاربة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015	15
188	المؤسسات المكونة للنظام المصرفي والمعتمدة خلال سنة 2016	16
189	توزيع اجمالي الودائع والقروض للسوق المصرفية الجزائرية سنة 2003	17
199	الشركات المدرجة لسند رأس المال (أسهم) في بورصة الجزائر	18
202	فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية 2008-مارس 2014	19
204	امتصاص السيولة باستخدام تسهيلات الايداع واسترجاع السيولة بالمناقصة 2012-2015	20
206	تطورات نسب وكميات الاحتياطي الاجباري من 2006 إلى 2014	21
209	حصة البنوك الاسلامية من اجمالي الودائع لدى البنوك الخاصة	22
210	تطور الودائع لدى بنك Bnp و Société Générale من 2011 إلى 2014	23
211	تطور الحصة السوقية للبنوك الاسلامية في مجال التمويل	24
218	توزيع الاستبانات حسب الجهة المستخدمة	25
219	توزيع افراد العينة تبعا لبياناتها الشخصية	26
220	معامل الفاكرونيباخ لقياس ثبات الاستبانة	27
221	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري للفقرة التمهيديّة(المتغير التابع)	28

222	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاقتصادية	29
223	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاجتماعية	30
224	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات التشريعية	31
225	توزيع الاجابات حسب آراء الخبراء(الدكاترة)	32
228	توزيع اجابات الفقرة التمهيدية حسب المستخدم	33
231	نتائج اختبار الفرضية الاولى	34
233	نتائج اختبار الفرضية الثانية	35
234	نتائج اختبار الفرضية الثالثة	36
235	نتائج اختبار الفرضية الرابعة	37

# فهرس الاشكال

## فهرس الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
52	مراحل الازمات وفقا لشدتها	1
78	تطور المشتقات المالية 1998-2007	2
82	الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار	3
100	تنظيم عملية اصدار صكوك المشاركة	4
102	تنظيم عملية اصدار صكوك المضاربة	5
119	آلية اصدار الصكوك الاسلامية	6
126	تطورات اصدار الصكوك 2001-2012	7
130	اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013 )	8
143	التركيب المحصولي في الوطن العربي	9
171	توزيع نسبة اصدار الصكوك عبر العالم حسب البلد (سنة 2013)	10

# المقدمة

## المقدمة

يقول الله تعالى ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾ الآية 46 من سورة الكهف، من الآية يتضح أهمية المال في الحياة البشرية حتى أنه تم تقديمه على الأولاد فقد حث الشرع على حفظ المال من خلال تنميته بالطرق الحلال واستثماره بكافأ الوسائل المشروعة، كما نهى عن اكتناز المال أو استغلاله فيما لا يفيد الأمة فأحل البيع وحرم الربا وأقر الزكاة وقد وضع الاسلام العديد من الضوابط والأسس الشرعية والقواعد والأحكام التي تنظم الادارة الرشيدة للمال من كسب وتمليك واستثمار واستهلاك وادخار فقال تعالى في الآية 29 من سورة النساء ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾؛

عُرف عن العرب قبل وبعد الاسلام باعتمادهم على التجارة كمورد رئيسي في حين ان اليهود كانوا يمتكرون الاعمال المصرفية أو المالية والتي كان يشوبها العديد من التجاوزات كالربا والغش والغرر والتدليس فجاء الاسلام لينظم تلك الاعمال بما يعرف لدى الفقهاء بفقهاء المعاملات، فأحل البيع وحرم الربا، ووضع شروطا وضوابط لإبرام العقود بما يضمن حق طرفي العقد سواء البائع أو المشتري، ولتعم المنفعة على كل المجتمع؛

إن الاسلام كان ولا زال مرجعا لكل أمور حياتنا سواء الاجتماعية، السياسية، الدينية أو الاقتصادية... الخ فهو ليس مجرد نصوص نقرأها أو نتدارسها فقد اهتم بما يسمى بالنوازل وهي المسائل الفقهية المستجدة والتي لم تكن معروفة من قبل مثل المعاملات المالية التي نعرفها في وقتنا الحالي فاجتهد فيها علماءنا وفقهاؤنا في تنظيمها وتهديتها بما يتوافق مع شريعتنا الاسلامية؛

كما اصبحت منابر غربية عديدة تطالب بتطبيق المالية الاسلامية في اقتصادياتها ومن بين هؤلاء نجد بوفيس فانسون\* ، ففي افتتاحية المجلة بتاريخ 2008/10/05 كتب موضوعا بعنوان "البابا والقرآن" ، تسائل فيه عن اخلاقيات الرأسمالية ؟ ودور المسيحية كديانة، والكنيسة الكاثوليكية بالذات في التساهل مع قضية الفائدة، ثم وجه كلامه للبابا قائلا: "أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة (ازمة الرهن العقاري 2008) إلى القرآن بدلا من الانجيل لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا، لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من تعاليم وأحكام وطبقوها لما حل بنا من كوارث وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري لان النقود لا تخلق النقود؛

كما كتب رولان لاسكين\* في مقاله المعنون بـ "وول ستريت، هل هي مؤهلة لتبني مبادئ الشريعة" ، فنادى بضرورة تطبيق مبادئ الشريعة الاسلامية في جانب المعاملات المالية لتفادي أزمة كالتي ضربت اسواق المال سنة 2008، والتي ارجعها اساسا إلى غياب الرادع الاخلاقي من خلال التلاعبات والمضاربة الوهمية في الاسواق.

\* Beaufils Vincent رئيس تحرير المجلة الأسبوعية الفرنسية "Challenges"؛ التي تهتم بتقديم مختلف المعلومات الاقتصادية والنقاشات الكبرى في

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

كما تطرق الفرنسي Maurice Allais\* إلى الازمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي بقيادة الليبرالية المتوحشة، معتبرا أن الوضع أصبح خطيرا تحت وطأة المديونية والبطالة، كما اقترح سنة 1947 من خلال كتابه "الاقتصاد والفائدة " إلى تخفيض معدل الفائدة حتى يصل 0 % ومراجعة معدل الضريبة إلى 2% وهو ما يتطابق وإلغاء الربا ومعدل الزكاة تقريبا في النظام الاقتصادي الاسلامي.

لقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة تطورات ملحوظة طبقاً لبيانات صندوق النقد العربي في نهاية عام 2014 ، حيث بلغ حجم التداول لإجمالي الأوراق المتداولة في أسواق اربعة عشر دولة عربية ما قدره 835 مليار دولار تتصدر المملكة العربية السعودية القائمة بـ 561.2 مليار دولار، تليها سوق دبي بـ 106.6 مليار دولار، فسوق الدوحة للأسهم بـ 52.5 مليار دولار . كما وصل عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق حوالي 1496 شركة تأتي بورصة عمان في مقدمة تلك الأسواق حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة لديها 236 شركة يليها الكويت بـ 216 شركة ثم مصر بـ 215 شركة فالسعودية بـ 166 شركة ثم مسقط بـ 131 شركة.<sup>1</sup>

هذا الحجم من الأموال المتداولة والعدد الكبير من الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق تعطي مؤشراً واضحاً على مدى أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، كذلك حداثة الصناعة المالية الإسلامية وما أفرزته من مؤسسات مالية تعمل في تداول منتجات تلك الصناعة دفع بعض الدول الإسلامية إلى استحداث وتطوير ادوات مالية إسلامية تقوم مقام الادوات التقليدية أو تنافسها ونخص بالذكر هنا ما يسمى بالصكوك الإسلامية والتي تعمل على تجنيب المستثمرين الحريصين على دينهم شبهات هم في غنى عنها، فطرح صكوك إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في تلك الأسواق المالية قد يشجع اصحاب الفوائض المالية من الاستثمار في تلك الأسواق دون الوقوع في الربا (أخذاً أو عطاءً)،

### أهمية البحث

يمكن ان نعدد اهمية هذا البحث في النقاط التالية :

- يساهم هذا البحث ولو بالقليل في نشر جزء من الاقتصاد الاسلامي ومبادئه وابرار اهمية المعاملات المالية الاسلامية من الناحية الشرعية والاقتصادية.
- رفع الاتهام عن الاسلام بأنه دين لا يساير المتغيرات الحديثة أو أنه دين ينحصر في الصوم والصلاة.
- قد يساهم هذا البحث في تنوير مسؤولينا عن اهمية الصكوك الاسلامية للاقتصاد والمجتمع، كما أن الوضع الصعب الذي تمر به البلاد وحاجتها للسيولة يستدعي التوجه للحلول التي تلقى قبولا لدى الفئة الكبيرة من المجتمع الجزائري المسلم.

\* Maurice Allais (1911-2010) ؛ متحصل على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية سنة 1988

<sup>1</sup> " أداء أسواق الأوراق المالية العربية" ،صندوق النقد العربي ،العدد 27، النشرة الفصلية للربع الرابع 2014 ،ص ص:95-106

### أهداف البحث

- التعريف بالأدوات المالية التقليدية ومقارنتها بالأدوات المالية الإسلامية.
- إبراز أهم المخاطر الناجمة عن استعمال الأدوات المالية التقليدية وتسببها في الازمات المالية العالمية، بسبب ما تحويه من مخالفات شرعية.
- تقديم الصكوك الإسلامية على أساس أنها بديل شرعي عن السندات بما يخدم المجتمع.
- الوقوف على تجارب دولية في مجال الصكوك الإسلامية وعلى رأسها ماليزيا.
- الوقوف على أهم الحلول التي توفرها الصكوك الإسلامية للفرد والاقتصاد ككل.
- محاولة تحديد أهم النقاط الواجب التركيز عليها لأجل ادماج الصكوك الإسلامية في الجزائر.

### دوافع اختيار الموضوع

- قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع خاصة بالجزائر.
- باعتبارنا شعب مسلم ومن شيم المسلم تحري الحلال في معاملاته، فقد حُفِّزنا للخوض في هذا الموضوع الذي يجمع بين الجانب الشرعي والاقتصاد الوضعي.
- توسع رقعة التعامل بالصكوك الإسلامية عبر مختلف الدول الإسلامية وحتى الغير إسلامية خاصة بعد الازمة العالمية لسنة 2008، شجعنا لتناول هذا الموضوع .
- سعينا ليكون هذا البحث على الأقل ليكون كدراسة مبدئية تعود بالنفع على المتخصصين في مجال الاقتصاد الإسلامي مما يساهم في إيجاد حلول اقتصادية للمشاكل التي نعاني منها وعلى رأسها تمويل المشاريع الاستثمارية.

### اشكالية البحث

إن نجاح الصكوك الإسلامية في الجزائر يتطلب إقناع الافراد و المؤسسات بالتعامل في هذه الادوات وإبراز المزايا والايجابيات المتعلقة بها ،سواء تعلق الامر بالجانب الربحي أو الجانب الشرعي ومن هنا جاء طرح الاشكالية على النحو الآتي:

**ما هي الآثار الاقتصادية للصكوك الإسلامية ؟ وما هي متطلبات انشائها في الجزائر؟**

لأجل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية ارتأينا وضع الاسئلة الفرعية التالية :

- ما هو الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية؟

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

- ما دور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تنمية الاقتصاد؟
- ما هي الشروط الواجب توفرها لإنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر؟

### فرضيات البحث

- **الفرضية الاولى:** تتشابه الصكوك الاسلامية وبعض الادوات المالية التقليدية من حيث الهدف إلا أنها تحتكم لأحكام الشريعة الاسلامية.
- **الفرضية الثانية:** تساهم لصكوك الاسلامية تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية.
- **الفرضية الثالثة:** إنشاء الصكوك الاسلامية في الجزائر يتطلب توفر الارادة لدى السلطات التشريعية، اضافة إلى توفر الكفاءات اللازمة وكذا الوعي الاسلامي لدى المتعاملين والجمهور؛ و يمكن تقسيم هذه الفرضية الى اربع فرضيات جزئية:
- **الفرضية الجزئية الأولى:** توجد علاقة بين انشاء الصكوك الاسلامية في الجزائر و متطلبات اقتصادية.
- **الفرضية الجزئية الثانية:** توجد علاقة بين انشاء الصكوك في الجزائر الاسلامية و متطلبات اجتماعية.
- **الفرضية الجزئية الثالثة:** توجد علاقة بين انشاء الصكوك في الجزائر الاسلامية و متطلبات اقتصادية.
- **الفرضية الجزئية الرابعة:** : توجد علاقة بين انشاء الصكوك الاسلامية في الجزائر وكل من المتطلبات الاقتصادية، الاجتماعية والتشريعية

### منهج الدراسة

- بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق اهداف الدراسة فقد تم الاعتماد على المزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي:
- فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي عند التطرق إلى اهم التعاريف والآليات المتعلقة بالأسواق المالية التقليدية والأزمات المالية العالمية، كذلك الامر عند تناول موضوع الصكوك الاسلامية ومختلف التعاريف المتعلقة بها اضافة إلى البيئة المالية في الجزائر.
- اما بالنسبة للمنهج التحليلي فقد اعتمدنا عليه لتحليل مختلف جداول الدراسة خاصة بالنسبة لتطور وتوزيع الصكوك الاسلامية، اضافة إلى تحليل النتائج المتوصل اليها من خلال الاستبيان الذي قمنا به.

### الدراسات السابقة

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

ان سوق الصكوك الاسلامية حديثة العهد إذا ما قورنت بالمعاملات أو الادوات المالية التقليدية فهي تعتبر من الامور المستحدثة أو ما يسمى في الفقه الاسلامي بالنوازل، ولقد بدأ الحديث وإعداد البحوث عن الادوات المالية الاسلامية مع بداية التسعينات خاصة باعتبار ان أول اصدار للصكوك الاسلامية كان سنة 1996 بماليزيا، إلا انه منذ الازمة المالية سنة 2008 اصبح للصكوك مكانة هامة في الاسواق وأبحاث الاقتصاديين، ولعل من أهم الدراسات التي شددت انتباهنا والتي تطرقت للصكوك الاسلامية من قريب أو بعيد نجد :

### ● سمير عبد الحميد رضوان(1996) " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية " :

فقد تطرق الباحث لتعريف التنمية الاقتصادية، وأهم المفاهيم المتعلقة بها ثم تناول مفهوم البورصة والقوانين التي تحكمها والأوراق المتداول بها وكذا دورها في تمويل التنمية، كما اشار إلى البيوع والعقود التي تتم في البورصة وموقف الفقه الاسلامي منها، كما اقترح في جملة التوصيات اقامة سوق إسلامية للأوراق المالية، تكون بديلا للسوق التقليدية.

### ● شعبان محمد البرواري (2002) "بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي " : هدفت هذه الدراسة إلى

إعطاء فكرة عن بورصة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى هيكلتها وتنظيمها والأدوات المتداولة بها من أسهم وسندات، وظائفها وكذا مكانتها في الاقتصاد خاصة لدى الدول المتقدمة، ثم انتقل إلى تحليلها ونقدها من وجهة نظر إسلامية فحاول التطرق إلى مخالفاتها الشرعية وإمكانية اجراء تعديلات عن ما هو مخالف لأحكام الشرع بما يؤدي إلى قيام بورصة إسلامية، كما وصل إلى مجموعة من النتائج أهمها ان البورصة مباحة شرعا من حيث هيكلها الاداري من لجان وعاملين وبلوائنحتها وتنظيمها، وأن إصدار الاسهم وتداولها مباح شرعا ما لم يكن نشاط الشركة المصدرة للأسهم محرم عكس ما هو الحال بالنسبة للسندات التي تقوم على الفوائد الربوية اساسا. إلا انه لم يتطرق لمفهوم الصكوك أو انواعها وأهميتها شكل مباشر.

### ● سحا سورياني جعفر (2006) "سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في

معاملاته": تعرضت هذه الدراسة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودوره في الصناعة المالية الإسلامية وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، كما تحدثت الدراسة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية لاسيما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وركزت الدراسة على الأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ومدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما حاولت إبراز محاور الاختلاف بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق التقليدي في ماليزيا، وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي إلا إنها لم

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

تتطرق إلى دورها بشكل تفصيلي تجاه الأدوات المالية الإسلامية، ولم تفصل مدى شرعية وتوافق الأدوات المالية الإسلامية أو التقليدية المتداولة في السوق مع أحكام الشريعة الإسلامية الغراء. وعلى الرغم من أن هذه الدراسة تعد دراسة تطبيقية إلا أنها لم تبرز محاور الاختلاف بين الأوراق المالية الإسلامية وبين تلك التقليدية.

• زاهرة بني عامر (2008) "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية": تطرقت الدراسة في البداية إلى التعريف بالأسواق المالية التقليدية، أنواعها وتنظيمها، ثم تناولت ماهية وآليات التصكيك التقليدي والفرق بينه وبين التصكيك الإسلامي، وفي آخر فصل حاولت الباحثة إبراز أهمية ودور التصكيك في تحريك عجلة الاقتصاد وتطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية، كما أوصت الباحثة بإنشاء لجان تهتم بابتكار وتطوير أدوات مالية ونقدية مقبولة شرعا، إلا أن هذه الدراسة لم تدرس التطورات الحاصلة في سوق الصكوك عبر العالم أو آفاقها.

### مساهمة الباحث. ما يميز دراستنا أنها :

- تقدم مقارنة بين الأدوات المالية التقليدية المتداولة خاصة في البورصات العالمية و تلك الإسلامية متمثلة في صكوك الاستثمار الإسلامية.
- تبين مدى تسبب القواعد التي تقوم عليها هذه الادوات في الأزمات المالية العالمية.
- تقدم دراسة نظرية وتاريخية للصكوك الإسلامية مع اظهار الدور الاقتصادي والاجتماعي لها.
- حاولت إبراز اهم النقاط الواجب التركيز عليها لإنجاح عملية انشاء الصكوك الإسلامية في السوق الجزائري.

### حدود البحث

حددنا لبحثنا هذا حدودا مكانية و زمانية تتمثل في :

- البعد الزمني: يعبر هذا البحث عن دراسة استشرافية لانشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر، و كذا دراسة تاريخية لتطور الصكوك الإسلامية عبر العالم من 2001 الى 2015، كما تم التطرق لأزمة الرهن العقاري سنة 2008.
- البعد المكاني: يتمثل في الدراسة الميدانية التي تمت في الجزائر، إضافة الى تجربة كل من الاردن السودان وماليزيا في مجال الصكوك الإسلامية.

### خطة البحث

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

من أجل الإجابة عن إشكالية البحث ارتأينا وضع خطة عمل تقوم على تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول تكون على الشكل التالي :

- الفصل الأول: يتناول دراسة تحليلية لأهم المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية التقليدية: مفهومها، تنظيمها وطريقة عملها.
  - في الفصل الثاني: حاولنا التطرق إلى أهم الأزمات المالية التي حدثت نتيجة تبني الأسواق المالية التقليدية ومبادئها الرأسمالية من فوائد ربوية ومضاربات.
  - في الفصل الثالث: أعطينا دراسة نظرية قدمنا من خلالها اهم التعاريف المتعلقة بالصكوك الإسلامية، خصائصها، انواعها وتطورها من سنة إلى اخرى ومن بلد إلى آخر.
  - الفصل الرابع: ابرزنا من خلاله ذلك الدور أو الادوار التي يمكن ان تقوم بها الصكوك الاسلامية بما يؤثر ايجابا على مختلف الاعوان الاقتصاديين كما تطرقنا إلى بعض التجارب الدولية في هذا المجال وعلى رأسها ماليزيا .
  - الفصل الخامس: هو الفصل الذي حاولنا ان نجد من خلاله اهم العناصر التي قد تساعد على ادماج الصكوك الاسلامية في السوق الجزائري وهذا بعد ان اعطينا فكرة عن طبيعة السوق المالي في الجزائر وكذا الخدمات المالية الاسلامية.
- في الأخير نرجو ان نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع و انجازه لنفوز بأجري الاجتهاد و الإصابة، و إن لم يكن ذلك فحسبنا أننا حاولنا و الله من وراء القصد

الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات  
المالية

---

# الفصل الأول :

## دراسة وتحليل المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية

### تمهيد

لقد ارتبط عنصر المال دائما بالحاجة فمن خلاله يتم شراء السلع التي يحتاجها الفرد أو المؤسسة لأجل تلبية رغبات أو اهداف معينة، ومنذ عشرينات القرن الماضي ومع التطور التكنولوجي والتوسع الصناعي اضافة إلى الحروب التي اصبح يعرفها العالم، ظهرت الحاجة للسيولة ورؤوس الاموال بشكل متزايد لتغطية نفقات هذا التوسع في الاستثمار وكذا إعادة اعمار ما دمرته الحروب وما خلفته من آثار.

إن الطلب الكبير على السيولة ما كان ليتوفر لولا وجود وسيط مهمته الربط بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية غير مستغلة وهم على استعداد لتنميتها وأولئك الذين هم في حاجة لهذه الأموال لتنشيط مشاريعهم وتحريك عجلة الاقتصاد مقابل تنازلهم عن جزء بسيط من ثروتهم لصالح اصحاب هذه الفوائض .

و هنا ظهرت أهمية البنوك ومختلف المؤسسات المالية التي لعبت دور هذه الوساطة سواء في اطار السوق المصرفي أو في اطار بورصة الأوراق المالية التي بدأت تنتشر بها ادوات مالية غير تقليدية متمثلة اساسا في الاسهم والسندات هدفها دائما هو تمويل المشاريع.

و من خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى هذه الادوات أو الأوراق المالية المستعملة في السوق لأجل تمويل الاقتصاد، و محاولة التعرف على خصائصها وآليات عملها

## المبحث الأول :ماهية سوق الأوراق المالية وتنظيمها

يتطرق هذا المبحث للمفاهيم المتعلقة بتنظيم سوق الأوراق المالية و مكانتها في السوق المالي و هذا من خلال النقاط الآتي ذكرها:

### المطلب الأول :موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي

عندما نقول سوق الأوراق المالية فانه لا بد ان نتكلم عن السوق المالي بصفة عامة ومن ثمة التطرق إلى سوق الأوراق المالية الذي نعتقد أن لديه نصيب هام من هذه المنظومة ألا وهي السوق المالي.

#### الفرع الأول:تعريف السوق المالي

إن الاقتصاد الحديث يتكون من ثلاثة اسواق رئيسية هي : اسواق الموارد التي يتم فيها تبادل عناصر الانتاج وتقوم بتوزيعها على الانشطة الانتاجية المختلفة وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية من خلال انفاق ما تحصل عليه من عناصر الانتاج من عوائد (دخل) على السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الانتاجية في عملية الاستثمار واخيرا الاسواق المالية.<sup>1</sup>

لتعريف السوق المالي والأسواق المالية نذكر مجموعة من التعاريف ومنها:

✓ **التعريف 1:**"الاسواق المالية هي وسيلة لعرض الاموال(المدخرين)بالطلب عليها (المستثمرين)حيث انها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على اتمام عملية التمويل الرأسمالي. capital formation أي صناعة راس المال الذي يعتبر من اهم عوامل الانتاج"<sup>2</sup>؛

✓ **التعريف 2 :** كما انها تعرف بأنها : "القلب النابض للجهاز المالي حيث تقوم بضخ الاموال (المدخرات من وحدات الفائض )، فتقرر بذلك حجم الائتمان والسيولة المتاحة وتجذب المدخرات وتعمل على تقدير معدلات الفائدة واسعار الأوراق المالية"<sup>3</sup> ؛

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والاسواق المالية"، دار حامد، عمان، ط1، 2004، ص:66-67.

<sup>2</sup> محمد احمد عبد النبي، " الاسواق المالية: الاصول العلمية والتحليل الاساسي"، زمزم للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص:22.

<sup>3</sup> زياد رمضان ومروان شموط، "الاسواق المالية"، جامعة القدس، القاهرة، 2008، ص:12.

✓ **التعريف 3** : تعرف كذلك بأنها "سوق لا تختلف عن بقية اسواق عوامل الانتاج، من حيث كونها موقع لالتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي فضلا عن تحديد مستويات الربح والخسارة لأطراف السوق"<sup>1</sup>؛

أما التعريف الذي نرى أنه مناسب، هو أن " السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان؛ يلتقي خلالها المشترون، البائعون؛ الوسطاء والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية النقدية والمالية أو بالصرف الاجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الاصول المختلفة ( الحقيقية والمالية والنقدية) لفترات متباينة ( طويلة أو قصيرة الاجل) على أنظمة، قوانين وتعليمات؛ و إلى حد ما عادات وتقاليد ومعتقدات معتمدة محليا أو دوليا"<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات، و إن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ومن ثم بدأت تتبلور في مجموعة من المراحل يمكن إيجازها فيما يلي 3:

**المرحلة 1** : تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحللات الصرافة، و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية..... الخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

**المرحلة 2** : بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، "الاسواق المالية : مؤسسات -اوراق-بورصات"، دار الشروق، عمان 2005، ص:19

<sup>2</sup> هوشيار معروف، "الاستثمارات والاسواق المالية"، دار الصفاء، عمان، ط1، 2003، ص:58

<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005، ص:10-11.

**المرحلة 3 :** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات...الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة.

**المرحلة 4 :** ظهور ما يسمى بالأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

**المرحلة 5 :** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، و أصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والآني.....الخ.

#### الفرع الثالث: هيكل السوق المالية

يعرف **Clifford Gomez** الأسواق على أنها " المكان الذي يتم فيه انشاء أو تحويل الاصول المالية " <sup>1</sup>. فعندما نتكلم عن الأصول المالية فإننا نتكلم عن تلك التي تتسم بالسيولة النقدية أو المالية وعندما نتكلم عن انشاء أو تحويل فإننا نتكلم عن مؤسسات مالية ووسطاء، وعندما نتكلم عن مكان فليس بالضرورة ان يكون مكان محدد بعقار .

مما سبق يمكن ان نقول ان السوق المالي يتكون من شقين اساسيين هما السوق النقدية وسوق راس المال:

#### 1. السوق النقدية

إن للسوق النقدية عدة تعاريف فهي تعرف على انها " تلك السوق الذي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الاجل التي تغطي فترة لا تزيد عن سنة، وقد يتم فيها تداول العملة كوحدة نقدية بكافة اشكالها المحلية والعالمية، و تتصف بأنه يلزم سدادها فوراً " <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Clifford Gomez "KERALA" بالهند من 1985 و 1993

<sup>1</sup> Clifford Gomez. " Financial markets institution and services"; printed by MUDRAK; new delhi2008; p:08

<sup>2</sup> عادل محمد رزق، " الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية ( من منظور اداري ومحاسبي)", دار طبية للنشر والتوزيع، الرياض 2004، ص:08.

كما تعرف حسب A.Crowther على أنها (السوق النقدية): " تمثل ذلك الاسم الجامع الذي يمكن اسقاطه على مختلف المؤسسات والهيئات التي تتعامل مع مختلف درجات اشباه النقود " <sup>1</sup>.

تعرف ايضا على أنها " عبارة عن الاسواق التي تتم من خلالها الإقراض والاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الاجنبية، وترتكز على عامل اساسي مهم وهو سعر الفائدة الذي يتحدد بناءا على العرض والطلب" <sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها على أنها "سوق المعاملات المالية قصيرة الاجل القابلة للتداول ( اقل من سنة)، و هذا النوع من الاسواق ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، أي ان مكانه يتكون من الاسواق المختلفة التي يصل بعضها البعض والهدف الاساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الانتاجية ومدتها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الاسواق، اذونات الخزانة، القبولات المصرفية وشهادات الايداع، و إن اهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية والبنوك التجارية" <sup>3</sup>

ترجع اهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع، فبالنسبة للاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الاموال التي يحتاجها كما يؤمن للمقترض امكانية تحويل اصوله المالية قصيرة الاجل بسرعة إلى ارصدة نقدية سائلة، و بالنسبة للبنوك المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة، سواء قصيرة الاجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية <sup>4</sup>.

ان المعارضون في السوق النقدي هم أولئك الراغبون في توظيف مدخراتهم عن طريق التخلي عن منافع نقودهم لفترة قصيرة مقابل حصولهم على منافع هذه النقود بنهاية هذه الفترة نظير فائدة ما، و يمكن ان نميز في السوق النقدية بين سوقين هما: <sup>5</sup>

<sup>1</sup> G.Ramesh Babu ; " **Financial markets and institutions**",Ashok Kumar Mittal; N. Delhi; 2006; p:47

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمل، "دراسات في الاسواق المالية النقدية"، دار الصفاء للنشر، عمان، ط1، 2002، ص:30

<sup>3</sup> حسين بن هاني، "الاسواق المالية ( طبيعتها - تنظيمها - ادواتها المشتقة)"، دار الكندي، عمان، ط1، 2002، ص:15.

<sup>4</sup> عادل أحمد حشيش، " أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص152.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص:149-152.

**1.1. السوق الأولي:** و هي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال وامتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

**2.1. السوق الثانوي:** التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

أي أن السوق الأولى محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله تلك الإصدارات الأولى التي يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، ويفوق السوق الثانوي في أهميته السوق الأولى لدرجة أنه عندما تذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.

يتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما : سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل وفيما يلي سنتطرق لكلا السوقين :  
أ/ سوق الخصم : في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصير الأجل والتي من أهمها :

✓ الأوراق التجارية العادية : (الكمبيالات، السندات لأمر...) و هي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، على ان تستحق خلال فترة قصيرة وعادة ما يحتفظ المستثمرون بالورقة التجارية لغاية تاريخ الاستحقاق وبالتالي فان سوق تداول هذه الأوراق ضعيف نسبيا، الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة.

✓ القبولات المصرفية : هي سندات مسحوبة على المصرف من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل وفي موعد محدد سلفًا، وتظهر الحاجة إليها بصفة خاصة في ميدان تمويل التجارة الخارجية .

✓ -أذونات الخزنة : هي سندات دين تصدرها الحكومة لآجال تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر، تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي، وعادة ما يتم إصدار هذه الأذونات كل شهر بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التي حل أجل استحقاقها .

ب/ سوق القروض قصيرة الأجل :

تشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى . وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض، بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا ( ألمانيا وإنجلترا ) إلى ليلة واحدة، بحيث تجديد آجال القرض في كل يوم لليوم التالي .

كلما كان نطاق التعامل في سوق الخصم اوسع كلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل وكانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، و هو عكس ما يحصل في الدول المتخلفة التي تكون فيها معظم المعاملات نقدا.

### 3.1. المتعاملون في السوق النقدي:

- يمثل المشاركون في السوق النقدي كل من مقترض ومقرض الاموال، وفيما يلي عرض لأهم المتعاملين :<sup>1</sup>
- ✓ **الوحدات ذات الفائض النقدي:** هي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الاجل.
  - ✓ **الوحدات ذات العجز النقدي:** هي الوحدات التي تحتاج إلى سيولة لفترة قصيرة من افراد، مضاربين، سماسرة، حكومات أو شركات .
  - ✓ **الوسيط المالي:** هو الوسيط بين الطرفين السابق ذكرهما كالبنوك التجارية، وبنوك الاستثمار والبنوك المتخصصة.

❖ نشير إلى الدور المهم الذي تلعبه البنوك المركزية في هذه السوق وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- ✓ توجيه السياسات النقدية.
- ✓ مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- ✓ مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الاجنبية.
- ✓ الاشراف على ادوات السوق النقدي من بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة.
- ✓ اصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص:69

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:49

2. سوق راس المال : يطلق اسم سوق راس المال على السوق المالي للاستثمارات طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل ، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة الأجل أيضا، و من الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبير<sup>1</sup>

الهدف من السوق ان يتم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:<sup>2</sup>

✓ يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

✓ تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق.

فالعرض في هذه السوق يتأتى من الفئات الراغبة في توظيف اموالها على المدى الطويل والحصول على ربح أكبر، اما الطلب فيتأتى من أولئك المستثمرين لتمويل مشاريعهم الطويلة الاجل. ومنه فإن سوق راس المال يتميز بالتعامل في ما يسمى الأوراق المالية سواء كانت حكومية أو خاصة وهذا على خلاف السوق النقدي الذي يتعامل اساسا في الأوراق التجارية.<sup>3</sup>

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أو شكلين :<sup>4</sup>

1.2. اسواق حاضرة : هي تتعامل في اوراق مالية طويلة الاجل أسهم وسندات واحيانا يطلق عليها اسواق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، و هنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند اتمام الصفقة، و ذلك بعد ان يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، اما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال اسواق منظمة وغير منظمة.

2.2. اسواق آجلة : يطلق عليها اسواق العقود المستقبلية وهي ايضا تتعامل في الاسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى ان يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على ان يتسلمها في تاريخ لاحق، و الغرض من وجود هذه الاسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص:15

<sup>2</sup> عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص:09

<sup>3</sup> عادل احمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص:155.

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، "معوقات اسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص:42.

مما سبق فان سوق رأس المال يتميز بالتعامل في الاصول المالية طويلة الاجل ( أكثر من سنة) كسندات الخزينة، بينما السوق النقدي يتسم بالتعامل في الاصول المالية قصيرة الاجل مثل اذونات الخزانة. نشير كذلك إلى ان السوق الحاضرة تمثل الجانب الاكبر من المعاملات في سوق راس المال في الدول المتقدمة، لدرجة ان البعض ينظر اليها على انها وحدها التي تمثل سوق راس المال.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية

لقد تطرقنا في المطلب الأول للسوق المالية وتقسيماتها حيث أشرنا إلى أن سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، ما هي إلا تلك السوق الحاضرة أو الفورية التي تمثل أحد أشكال سوق رأس المال الذي بدوره هو جزء من منظومة أكبر ألا وهي السوق المالية. في هذا المطلب سنحاول التطرق إلى أهم التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية والبورصة كونها اهم عناصر هذه السوق، مميزاتها، ووظائفها.

**الفرع الأول:تعريف سوق الأوراق المالية :** سنحاول اولا الاشارة لمختلف التسميات التي تطلق على هذه السوق، فالبعض يسميها "سوق الاسهم والسندات"<sup>2</sup>، و يسميها البعض " سوق رأس المال "<sup>3</sup> باعتبار انها مصدر الاموال لتمويل مختلف المشروعات، ويسميها البعض "بالسوق الاستثمارية"<sup>4</sup> أي سوق الاموال الطويلة والمتوسطة الاجل تتميز لها عن السوق النقدية، و من الاسماء الشائعة " بورصة الأوراق المالية" اما بالنسبة للتعريف فهناك عدة تعاريف لبورصة الأوراق المالية:

✓ **التعريف 1:** "هي ذلك السوق المنظم اين يتم بيع وشراء انواع مختلفة من الأوراق المالية وفقا

لقوانين تنظيمية"<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عادل احمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص:107

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية"، دار الرشيد، بغداد، ط1، 1986، ص:13

<sup>3</sup> سامي حسن محمود، "وسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والايجار والمراوحة"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الاسلامي، تونس، 4-7 نوفمبر 1984، ص:3

<sup>4</sup> Dougall, E.Herbert and Gaumnitz, E.Jack;" **Capital markets and institutions**"; Englewood cliffs. New jersey; 1980;p:04

<sup>5</sup> R.k.sinjla;" **Business studies**"; prince print process; new delhi; 2006; p:288

✓ **التعريف 2** : "سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها"<sup>1</sup>

✓ **تعريف 3**: "هي ذلك الاطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يحققها هذا الجمع ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق."<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها : "سوق ككل الأسواق تخضع لقاعدة العرض والطلب في تحديد أسعار سلعها المتمثلة في الأوراق المالية، على أن يتم تسيير هذه السوق بمجموع البائعون والمشترون للأوراق المالية إضافة للسماسة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية ."

نشير إلى أن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي، و إنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته.

**الفرع الثاني : مكونات سوق الأوراق المالية :** يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى:

1. **السوق الاولية** :هي تلك السوق التي يكون فيها بائع الورقة المالية (سهم أو سند) هو مصدرها، أي ان المؤسسة هي البائع لهذه الأوراق الصادرة لأول مرة وتحصل على صافي المتحصلات من هذا الاصدار. تتصف عملية الاصدار هذه بأنها غير دورية، فإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة ببيع هذه الاسهم فما عليه إلا ان يقوم ببيعها فيما يسمى بالسوق الثانوي.<sup>3</sup>

2. **السوق الثانوية** : هي السوق المكملة للسوق الاولية، فهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الصادرة في السوق الاولية، فتتم عمليات البيع والشراء دون تدخل الشركة المصدرة للورقة المالية. و يتم تداول الأوراق المالية هنا في احدى السوقين التاليين:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء محمد حسن، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص: 25

<sup>2</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص: 39

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة ارسلان، دمشق 2009، ص: 73-79

أ. **الاسواق المنظمة** : أو ما يسمى بالبورصة والتي تتميز بكونها ذات مكان محدد تتم بداخلها عمليات تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، بموجب اجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون، و محاطة بالشفافية للإفصاح عن المعلومة وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

ب. **الاسواق غير المنظمة** (The Over-The-Counter Market) : وتمثل المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة، و لا يوجد مكان مادي لهذه الاسواق، و لكنها شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة brokers والتجار dealers والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة.و لا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم عن طريق التفاوض اعتمادا على شبكة الاتصالات بمختلف انواعها، و تنقسم هذه السوق بدورها إلى:<sup>1</sup>

ب.1. **السوق الثالث** : يعتبر كنوع من انواع السوق الغير منظمة، يتم التعامل من خلال اعضاء من بيوت السمسرة خارج اعضاء السوق المنظم، و هذه الاسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، و تتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، و كذا سرعة تنفيذها، كما أن لسماسرة هذه السوق حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، اما العكس فليس صحيح.

ب.2. **السوق الرابع** : هذا السوق هو شبيه للسوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظم، غير ان التعامل فيه لا يحتاج إلى سمسرة، أي ان التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الافراد الاغنياء دون اللجوء لأعضاء بيوت السمسرة، و بالتالي الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، و يكون الاتصال في هذه السوق عن طريق الهاتف أو شبكة الانترنت.

### الفرع الثالث : البورصة وتداول الأوراق المالية

إن تداول الأوراق المالية يتم عادة في البورصة، و قد بدأ تداول هذه الكلمة في بداية القرن الخامس عشر، و تعود كلمة بورصة في أصولها إلى الفندق الخاص لعائلة فان در بورص (van der burse) بمدينة بروج البلجيكية (Bruges)، وقد أخذ فيما بعد هذا المصطلح في جميع اللغات ليعبر عن اجتماع التجار أو تحديدا

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص.ص:81-82

تجارة المال، فقد كان للعائلة نزل صغير(auberge) امتلكته من سنة 1275 إلى غاية 1500 م تقريبا أين كانت تتم الصفقات داخل النزل أوفي محيطه .<sup>1</sup>

إن نشأة البورصة لا يعني أنها كانت سوق منظمة بشكلها المعاصر فقد كانت تجري فيها الصفقات والعقود المتنوعة بشكل مختلط وغير مفرزة، يتداول بها البضائع والسلع المختلفة، و فيها يتم تداول الأوراق التجارية وأعمال الصرافة، في حين أن المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية تم تسميتها بالأسهم وكان هذا في القرنين السادس عشر والسابع عشر فقامت هذه الشركات بالاقتراض من الناس عن طريق أدوات الدين المعروفة اليوم بالسندات، وبعد ذلك نشأت الحروب بين الدول، الأمر الذي أعوزهم للاقتراض من الشعوب والمؤسسات أيضا بهذه الأدوات وهي السندات، وكان التداول لهذه الأدوات عندما ظهرت في بادئ الأمر يتم في البورصات التي يتم فيها تداول السلع والأوراق التجارية، و لم يكن بينها خط فاصل، ثم انشقت بعد ذلك ليتم التداول فيها على الأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق، و بعدها لأول مرة تأسست أول بورصة للأوراق المالية، أطلق عليها بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1773 م، ثم بورصة باريس 1808 م ثم بورصة نيويورك عام 1821م ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في العالم ومنها في العالم العربي والإسلامي.<sup>2</sup>

### 1. مكانة البورصة في الاقتصاد

إن من أهم الأهداف التي أنشأت من أجلها البورصة ما يلي:

أ/السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

ب/تقييم هذه الشركات عن طريق السوق.

ج/ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي.

د/السماح بسيولة الادخار المستثمر على المدى البعيد.

هـ/تحقيق وتكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركية النقدية (السيولة وانتقال الأموال) استثمارا وادخارا، ربحا

وخسارة

<sup>1</sup>Fernand bonneur ، "bruges entre beffroi et canaux " ، la renaissance de livre ، Belgique ، 2000 ، p:46

<sup>2</sup> محمد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1 2010، ص:32-33

1.1. أهمية البورصة : إن أهم مزايا اعتماد البورصة في اقتصاد دولة هو كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخوصصة، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والانخراط فيها الوضعية الاجتماعية والمالية والإدارية بكل مؤسسة، كما يعكس واقع البورصة أيضا الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية أو للشركات العالمية العملاقة.

فيما يتعلق بالخوصصة فإنه لا يمكن تصور قيام أو اعتماد البورصة في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد وتهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأس مالها للعمال أو للمستثمرين والهيئات المحلية أو الخارجية وفتح رؤوس الاموال امام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي يؤدي بدوره إلى اقامة سوق البورصة.

## 2.1. انواع البورصة : عند الحديث عن البورصة، لا بد ان نعي أن هناك عدة انواع من البورصة:<sup>1</sup>

أ/ بورصة البضائع الحاضرة : فيها يتم تداول كميات كبيرة من السلع المثلية كالقمح والقطن والشعير والحديد والنحاس، فيرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن كله إلا قليلا يدفعه عند تمام التسليم، و يأخذ إذنا باستلامها في اليوم نفسه أو اليوم الموالي، فيذهب ويعاينها ثم يستلمها بعد دفع الجزء المتبقي، و أحيانا يكون الثمن كله مؤجلا إلى ما بعد التسليم.

ب/ بورصة العقود :في هذه الاسواق لا تكون البضائع موضوع التعامل حاضرة وانما تجري المبادلات إما وفقا لنماذج معينة أو بناء على تسمية الصنف المتفق عليه مسبقا، و هذه تباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير حاضرة ويكون البيع هنا على المكشوف أي يسمح فيها البيع لمن يملك القدرة على تسليم السلعة (مالية ام مادية) المتفق عليها حين حلول اجلها، بفضل استمرارية السوق.

ج/ بورصة العملات (او القطع) :يتم في هذه البورصة تبادل العملات أي الصرف، و ذلك بسعر العملة الفوري ويتم التبادل فورا، او بسعر العملة الآجل ويتم التبادل آجلا.

د/بورصة المعادن النفيسة : في هذه الاسواق يتم تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاطين والاماس بنفس طريقة تبادل العملات.

هـ/ بورصة الأوراق المالية : أما في بورصة الأوراق المالية فيتم تداول حصص رأس المال المعبر عنها بالأسهم أي صكوك الملكية وكذلك السندات والتي سنتناولها لاحقا بأكثر تفصيل.

<sup>1</sup> محمد صبري هارون، "احكام الاسواق المالية:الاسهم والسندات"، دار النفائس، عمان-الاردن 2009، ص.ص:25-27

### 3. وظائف البورصة

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض اهم الوظائف التي يمكن ان تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

أ. تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني: حيث تشجع على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، و من ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم وهو ما يساعد في اغراض التنمية والحد من التضخم، كما انها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (اسهم وسندات)وفقا لاتجاهات الاسعار.

ب. المساعدة في تحويل الاموال من الفئات التي لديها الفائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقرضين): فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، و عندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الاموال المقرضة في شراء وتأجير عوامل الانتاج فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقرضين بل لكل فئات المجتمع.

ج. المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح اوراق مالية حكومية في تلك السوق : حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة في ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من افراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، و ذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف اموال لا تقل أهمية عن اوجه التوظيف الاخرى.

د. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي : حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي وآخرون، "الف باء بورصة:خبرات مالية وشرعية"، الدار العربية للعلوم، بيروت، ط1، 2006، ص.ص:15-17

هـ. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه النمو والازدهار اقتصادي: هذا الامر يتطلب توفر عدة سمات في سوق الأوراق المالية يمكن ايجازها فيما يلي:

- كفاءة التسعير : بمعنى ان تعكس الاسعار كافة المعلومات المتاحة.
- كفاءة التشغيل : بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى اقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن ان تسفر عنه تلك المعاملات.
- عدالة السوق : بمعنى ان تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في ابرام الصفقات.
- الأمان : يقصد به ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الاطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات الغير أخلاقية التي يعمد اليها بعض الاطراف.

و. تحديد اسعار الأوراق المالية بصورة واقعية من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة : حيث يتم تحديد اسعار الأوراق المالية عبر طرق تعكس بصورة اقرب إلى الدقة وفقا لظروف السوق السائدة ونشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها واريابها ومراكزها المالية، وهو ما يعني الوصول لأفضل سعر بالنسبة للبائع والمشتري.

ي. تعمل على تقويم الشركات والمشروعات : حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصرهم بواقع الشركات والمشروعات، و يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض اسعار الاسهم بالنسبة للشركة دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى اجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

### المطلب الثالث: نظام وآليات التعامل بالبورصة

ان لبورصة الأوراق المالية نظما وقوانين يتم الرجوع اليها لأجل التحكم في سيرها وتسهيل العمل بها، و لتطبيق هذه القوانين كان لابد من تخصيص هيكل يتكون من أجهزة مستقلة عن بعضها البعض وتحديد مهام لكل متعامل بالبورصة.

**الفرع الأول: النظام الداخلي بالبورصة :** يختلف النظام الداخلي للبورصة من بورصة لأخرى، ولكن عموما فإن أغلب البورصات يكون نظامها الداخلي على الشكل الآتي:<sup>1</sup>

1. **لجنة البورصة:** تتشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة اعضاء يختارون من

بين السماسرة ومن قبل الدولة، مهمتها تحقيق السير الحسن لعمل البورصة، إضافة إلى رعاية مصالح حاملي الأوراق المالية، و تسقط العضوية عن كل شخص يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو غرامة مالية.

2. **الجمعية العامة** يؤلف جميع الاعضاء العاملين والمنظمين في البورصة الجمعية العامة يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه.

من صلاحياتها ان تبدي رأيها في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص تعديل اللائحة الداخلية التي تتناول : مواعيد العمل وأيام العطل، الرسوم والاشتراكات، العمليات وجداول الاسعار، إضافة إلى طريقة عمل المقصورة (المكان الذي تعينه لجنة البورصة لتنفيذ عمليات البيع والشراء).

3. **هيئة التحكيم:** تتشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين اعضاء البورصة وتتألف من رئيس لجنة البورصة وأربعة اعضاء تختارهم اللجنة وتكون قراراتها غير قابلة للاستئناف.

4. **مجلس التأديب :** يختص هذا المجلس بالنظر فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين البورصة، لوائحها وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة، كالإخلال بقواعد الشرف والسلوك وإخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة، أما العقوبات التي يفرضها المجلس فتتراوح بين الانذار، الغرامة، الوقف أو الشطب النهائي.

5. **مندوب الحكومة :** تشرف الحكومة على جميع البورصات فتعين الوزارة المختصة وهي عادة وزارة المالية لدى البورصة مندوبا أو أكثر، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، و يجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة، و مجلس التأديب وهيئة التحكيم، وإلا كانت قراراتها باطلة وللمندوب الحق في الاعتراض على جميع القرارات المتخذة إذا كانت مخالفة لقوانين البورصة أو للصالح العام.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، "البورصة"، الاطلس للنشر، الجزائر، ط1، 1999، ص:62

6. الأعضاء : يوجد بالبورصة عدة اعضاء يتم اختيارهم بعد اجراء اختبارات جادة ومهمة، يتمثل هؤلاء

الاعضاء في:

أ. السماسرة: هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين ويسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون وعادة ما يتخذون شكل شركات أو ما يعرف ببيوت السمسرة، فيعملون على الجمع بين البائع والمشتري بطريقة سهلة وسريعة.

ب. سمسرة الصالة: هم سمسرة لا ينتمون لأي من شركات السمسرة وإنما ينفذون الاوامر في الصالة بطلب من سمسرة آخرين تكون لديهم ضغوط عمل كبيرة لذا يطلق على هؤلاء "سمسرة الصالة"، لأجل تسريع التعاملات.

ج. تجار الصالة: هم تجار يقومون بالتعامل في الأوراق المالية لكن لحسابهم الخاص فقط أي بمعنى أنه لا يقومون بعمليات البيع والشراء لحساب الجمهور أو السمسرة، يطلق على تجار الصالة عادة " المضاربون " <sup>1</sup>، فهم لا يهتمون بالعائد لأنهم لا ينوون الاحتفاظ بالأوراق المالية لفترة طويلة، و إنما يقومون بشراء تلك الأوراق التي يعتقدون ان سعرها منخفض وسيرتفع في الفترة القادمة فيحققون فارق السعر كريح.

د. المتخصصون : هم أشخاص يتخصصون في التعامل في نوع معين من الأوراق المالية، و يمكنهم ان يقوموا بعمل السمسار لحساب أشخاص آخرين مقابل عمولة كما لهم الحق ان يعملوا لحسابهم الخاص والمتاجرة بالأوراق.

**الفرع الثاني : التسعير بالبورصة :** سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما اثناء احدى الجلسات في

البورصة والذي يسجل بعد انتهاءها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذه الورقة ويمكن اللجوء إلى ثلاثة وسائل مختلفة لتحديد سعر البورصة وهي:<sup>2</sup>

1. **طريقة المناذاة :** تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بان يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، و نظرا للفوضى فإن المتفاوضون يلجئون إلى الاشارات.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، "اساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة المعارف، القاهرة، 1999، ص:67

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:45-46

2. **طريقة المعارضة** : فيها يدون في السجل الخاص بكل ورقة مالية كافة عروض البيع أو طلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من الأوراق المالية وحدود الاسعار المعروضة، و بذلك يحدد سعر التوازن.

3. **طريقة الصندوق** : يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، و تعتمد لجنة البورصة ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

4. **طريقة المطابقة** : فعندما يتلقى الوسيط أمرين متقابلين بيع وشراء لنفس الكمية من نفس الأوراق المالية، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني.<sup>1</sup>

**الفرع الثالث : أوامر البورصة** : يقصد بأمر البورصة أو امر السوق " التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء من قبل العميل لبيع أو شراء اوراق مالية معينة "<sup>2</sup>.

لا يوجد شكل محدد لأمر السوق فقد يكون كتابيا أو شفويا، فقد يتم تلقي الاوامر عن طريق الهاتف، الفاكس، الانترنت أو أي وسيلة من وسائل الاتصال، فمهما كان الامر وجب تنفيذه بعد التأكد من صحته. و أهم الاوامر شيوعا في بورصة الأوراق المالية نجد:

1. **الأمر بسعر السوق**: يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يمكن التعامل به، ففي حالة الامر بالشراء بسعر السوق (market buy order) فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر البيع بسعر السوق (market sell order) يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا ان أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة.<sup>3</sup>

2. **الأوامر المحددة** : هنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند اصدار الامر للسمسار فاذا كان الامر المحدد خاص بالشراء فان السمسار سيقوم بتنفيذ الأمر على اساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، و إذا كان الامر خاص بالبيع فإن السمسار سينفذ الأمر على اساس سعر أكبر من

<sup>1</sup> محمود علي الجبالي، "الاسواق المالية في الاسلام"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الاردن، 1991، ص:88

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:82.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص:48

السعر المحدد أو يتساوى معه، و هذا عكس ما يحدث في أوامر السوق، فالمستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من امكانية تنفيذ الأمر.<sup>1</sup>

3. **أوامر الايقاف:** تعرف ايضا باسم اوامر ايقاف الخسارة؛ وهنا يقع على عاتق المستثمر ان يحدد سعر الايقاف، ففي حالة البيع فان سعر الايقاف يجب ان يكون اقل من السعر السوقي وقت اصدار أمر البيع، و في حالة الشراء فإن سعر الايقاف يكون اكبر من السعر السوقي وقت اصدار الامر.<sup>2</sup>

4. **اوامر ايقاف محدد:** تستخدم هذه الاوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف، ففي حالة أوامر الايقاف المحددة، يقوم المستثمر بتحديد سعرين : سعر الايقاف والسعر المحدد. وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الايقاف أو يتعداه فانه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، و بالتالي يمكن النظر إلى امر الايقاف المحدد على انه "امر مشروط".<sup>3</sup>

### المبحث الثاني:الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

يقصد بالأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تلك الأوراق المالية المتمثلة في الاسهم والسندات التي تصدرها الشركات والحكومية وغيرها ( سندات حكومية طويلة الاجل، اسهم الشركات العامة، أسهم وسندات شركات المساهمة...)، فالورقة المالية تعتبر صكاً وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الاصل، أي انها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر،<sup>4</sup> ولأكثر تفصيل فإننا سنحاول تناول ثلاثة عناصر من خلال هذا المبحث:

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي وآخرون، "الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص:36

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:37

<sup>3</sup> نفس المرجع والصفحة السابقة

<sup>4</sup> عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية: اسهم- سندات-وثائق الاستثمار- الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص:21

### المطلب الأول : الاسهم

تعتبر الأسهم من أكثر الأدوات المالية المتداولة في البورصات العالمية لما تتمتع به من خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية سنحاول توضيحها أكثر من خلال هذا المحور.

#### الفرع الأول : ماهية الاسهم :

يمثل السهم تلك الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق، والحكمة من تساوي قيمة الاسهم وعدم قابلية السهم للتجزئة هو تسهيل عملية توزيع الارباح على المساهمين وتقدير الاغلبية في الجمعيات العامة للشركة، و يترتب على مبدأ تساوي قيمة الاسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، وهي الحق في الارباح والتصويت ونتاج التصفية.<sup>1</sup>

و لم تختلف تعاريف الاسهم من حيث المعنى حيث يعرفها أسامة المحيسن بأنها "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الارباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: خصائص الأسهم:

فيما يخص دراسة خاصية التقييم بالنسبة للسهم فإنه يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم وهي: القيمة الاسمية، القيمة السوقية، القيمة الدفترية والقيمة العادلة:

1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد عند الاصدار والاكتتاب العام، و تتدخل التشريعات المحلية غالبا في وضع حدود لهذه القيمة<sup>3</sup> ، فإذا كانت قيمة راس مال الشركة حسب العقد هو 100000 دولار مقسم إلى 10000 حصة، فإن القيمة الاسمية للسهم هي حاصل قسمة راس المال على عدد الاسهم أي 10 دولارات.

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية: علميا - عمليا"، مطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، ط1، 2000، ص:156  
<sup>2</sup> أسامة نائل المحيسن، "الوجيز في الشركات التجارية والافلاس"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، ط1، 2008، ص:143.  
<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:95

2. القيمة السوقية للسهم: هي قيمة السهم في البورصة أو في سوق الأوراق المالية، وتحدد هذه القيمة في ضوء توزيعات الشركة ومركزها المالي ومدى نجاحها والظروف الاقتصادية والسياسة السائدة وكمية الأسهم المعروفة وحجم الطلب عليها والمضاربات على الأسهم في البورصة...الخ<sup>1</sup>

3. القيمة الدفترية للسهم: القيمة الدفترية للسهم هي نصيب السهم من القيمة المحاسبية لصافي اصول الشركة (صافي المركز المالي) وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات وتكون أقل في حالة تحقيقها لخسائر وتحسب القيمة الدفترية بقسمة صافي المركز المالي للشركة على عدد الاسهم الصادرة. ويمكن اعتماد الصيغة التالية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} \pm \text{النتيجة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

4. القيمة العادلة أو الحقيقية: هي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية<sup>2</sup>، فإذا كان السعر السوقي أكبر من القيمة العادلة فإن السهم قد قدر بأكثر من قيمته الحقيقية وفي هذه الحالة يستحسن بيع السهم أو عدم شراؤه، ويمكن حساب القيمة العادلة للسهم كما يلي:

$$V_o = \frac{E[D_1] + E[P_1]}{1 + k}$$

حيث:  $V_o$ : قيمة السهم

$E[D_1]$ : العائد (الربح الموزع) المتوقع خلال السنة 1

$E[P_1]$ : السعر المتوقع عند السنة 1

$k$ : المرودوية المتوقعة أو معدل الرسملة السوقية

الفرع الثالث: انواع الاسهم: يمكن تقسيم الاسهم إلى عدة انواع وحسب معايير مختلفة:

1. تقسيم الاسهم حسب الشكل: يمكن تقسيم الأسهم حسب الشكل إلى:

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:158.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:152.

1.1. اسهم اسمية : هي الاسهم التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك ويمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، على ان يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة<sup>1</sup>

2.1. أسهم لأمر : المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير<sup>2</sup>.

3.1. أسهم لحاملها : يتم تداول الاسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين بدون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في تلك الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم.<sup>3</sup>

2. تقسيم الاسهم من حيث الحصة المدفوعة : يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

1.2. الاسهم النقدية : هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال لشركة المساهمة إذ يدفع المكتتب قيمته نقدا، و لا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.<sup>4</sup>

2.2. الاسهم العينية : اما السهم العيني فيمثل حصة عينية في رأس مال الشركة وتصدر الشركة الأسهم العينية مقابل أصول عينية ( عقارات -آلات -بضاعة،...الخ)، يقدمها المكتتب وتخضع الاسهم العينية لنفس قواعد الاسهم النقدية، و تختص بوجود تقييم الحصة العينية، و التأكد من صحة هذا التقييم حتى يصل مقدم الحصة على أسهم تناسب قيمتها الاسمية مع القيمة الحقيقية للحصة المقدمة.<sup>5</sup>

3.2. الاسهم المختلطة. هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.<sup>6</sup>

3. تقسيم الاسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها مالكيها : كما يمكن تقسيم الاسهم حسب الحقوق التي يمكن ان يستفيد منها صاحب السهم أو حامله فنجد:

### 1.3 أسهم عادية.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، " اسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2006، ص:67

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:154

<sup>3</sup> صبري حسن نوفل، " الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة للتحليل المالي الاساسي"، مؤسسة الاهرام، القاهرة، 1996، ص:11

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:21

<sup>5</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:160

<sup>6</sup> رشيد بوكساني مرجع سابق، ص:21

**1.1.3. تعريفها :** وتمثل اداة الملكية في شركة المساهمة العامة، و هي عبارة عن " صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في راس المال في احدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أو حصة عينية"<sup>1</sup>

و بالتالي هي احد ادوات الملكية وليس دين، ومن ناحية الدخل فهي متغيرة (توزيعات الارباح)، وتعد هذه الاسهم من اكثر الادوات استعمالا بين الجمهور ويكون لحاملها الحق في<sup>2</sup>: الحصول على الارباح، التصويت في الجمعية العامة، حق الاكتتاب في أسهم جديدة، و حق تفحص القوائم المالية...الخ.

**2.1.3. خصائصها :** للأسهم العادية مجموعة من الخصائص يمكن ان تميزها نذكر منها<sup>3</sup>:

- ✓ قابليتها للتداول بالطرق التجارية كالمناولة من يد لأخرى، كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيود في سجل الشركة كالأسهم الاسمية، أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر.
- ✓ تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد بنجاح الشركة المصدرة لهذه الاسهم، بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي.
- ✓ عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة عدم الاستعمال مهما طال الزمن.
- ✓ الاسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز اصدار أسهم بقيم مختلفة.
- ✓ يعد السهم العادي أداة ملكية وليس اداة دين أو اقتراض.
- ✓ ان عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الارباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة أو الجمعية العامة.
- ✓ يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الاسهم.
- ✓ لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وانما يتم التداول عليه بيعا وشراء في بورصة الأوراق المالية.
- ✓ يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.

<sup>1</sup> مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة، القاهرة، ط1، 1993، ص:169

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 152

<sup>3</sup> سعيد توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1997، ص:53

- ✓ مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الاسهم التي يملكها.
- ✓ تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق، فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

**2.3. الاسهم الممتازة:** يطلق على الاسهم الممتازة اسم " الأوراق المالية المهجنة " حيث انها تجمع في خصائصها بين الاسهم العادية والسندات<sup>1</sup>، فهي تشبه السندات من حيث انها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الاسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة.

**1.2.3. خصائصها :** تتمتع الاسهم الممتازة بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- ✓ حق الأولوية في الحصول على الارباح وينسب معينة.
  - ✓ حق الاولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الاصول.
  - ✓ حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.
  - ✓ حق تجميع الارباح المقررة من سنة إلى اخرى.
  - ✓ حق تحويلها إلى أسهم عادية.
  - ✓ حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.
- تشبه الاسهم الممتازة الاسهم العادية من حيث انها سند ملكية له قيمة اسمية وسوقية، يرتبط اجله بوجود الشركة، كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لهذه الاسهم -بخلاف فوائد السندات -ضمن تكاليف واجبة الخصم من الوعاء الضريبي، كما ان عدم سداد توزيعات الارباح للأسهم لا يترتب عليه افلاس الشركة.

**2.2.3. انواع الاسهم الممتازة :** تنقسم الاسهم الممتازة إلى الانواع التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Donald E.Fischer & Ronald J.jordan ، " Security Analysis & Portfolio management" ، new jersey: Prentice-Hall International,inc ، 1991 ، p:13

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:156

<sup>3</sup> محمد مطر، " ادارة الاستثمارات "، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 1999، ص:208

أ/ الاسهم الممتازة المجمعة للأرباح: تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الارباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها ارباح لكن لم يعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الاسهم العادية.

ب/ الاسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة اضافية لحق الاولوية في توزيع نسبة ثابتة من الارباح تتمثل بإعطاء الحق ايضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

ج/ الاسهم الممتازة القابلة للتحويل : تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي اذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

د/ الاسهم الممتازة القابلة للاستدعاء : تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها، أي امكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، و خصوصا عند ارتفاع اسعارها السوقية.

4.التوجهات الجديدة بشأن الأسهم :بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:<sup>1</sup>

4-1 بالنسبة للأسهم العادية : نذكر منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، إلا ان شركة جنرال موتورز خرجت على اسواق راس المال في الثمانينات بمجموعتين اضافيتين من الاسهم العادية، حيث اصدرت اسهما اطلق عليها E.Class ترتبط فيها التوزيعات على الارباح المحققة في قسم انتاج انظمة المعلومات الالكترونية ومجموعة اخرى اطلق عليها اسم H.Class متعلقة بقسم انتاج اجزاء الطائرات.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : في بداية الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من اسهمها العادية إلى العاملين بها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة : ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي تلك الاسهم التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالتعويض، اذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين، خلال فترة محدودة بعد

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:173-175

الاصدار، و يتم التعويض اما بحصول حامل السهم على مزيد من الاسهم العادية أو بحصوله على أسهم ممتازة، أو اوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الاجل، كما يمكن ان يكون التعويض نقدا.

#### 4-2 بالنسبة للأسهم الممتازة : يمكن ذكر: <sup>1</sup>

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة** : ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، و يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، و حدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية للسهم.

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت** : ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

4-3- **أسهم التمتع** : أسهم التمتع هي نوع تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية ( أسهم راس المال) أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتنتج أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.

4-4- **أسهم المنحة أو الانعام**<sup>2</sup>: هي الاسهم التي تمنح بدون مقابل للمساهمين الأصليين في الشركة عند تحويل احتياطات الشركة إلى رأس المال

5. **حخص التأسيس**: قد يبذل المؤسسون جهدا كبيرا ويقدمون خدمات نادرة لإتمام تأسيس الشركة وإخراجها إلى الوجود، و قد ابتدع العمل صورة مكافأهم على ذلك بمنحهم ما يعرف بحخص التأسيس، و هي " صكوك تصدر عن الشركة وقد تكون اسمية أو لحاملها وتعطي اصحابها حقا في الارباح فقط (يحدد في الصك) ولا تعطيههم حق الاشتراك في ادارة الشركة ( حق التصويت في الجمعية العمومية) أو نصيب من اصولها عند التصفية،

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:24

<sup>2</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:165

و لا يكون لحصص التأسيس قيمة اسمية ولكن يكون لها قيمة سوقية تتوقف على ما تدره من ارباح، وتكون قابلة للتداول<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : السندات.

لقد سبق وان اشرنا إلى ان الاسهم تمثل راس مال الشركة المساهمة ولذلك تعد احد مصادر التمويل الداخلي أو الذاتي، إلا انه قد يتوسع نشاط الشركة، او تنشأ ظروف تؤدي بالشركة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية كالقروض البنكية أو اللجوء إلى طرح سندات.

### الفرع الأول : ماهية السندات.

هناك عدة تعاريف خاصة بالسندات تناولها فقهاء القانون في مراجعهم، نختار منها :

أ- السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين (القيمة الاسمية) مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.<sup>2</sup>

ب- يمثل السند حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهلاكه).<sup>3</sup>

ت- كما يعرف على أنه : " صك قابل للتداول في الأسواق المالية يمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة، يترتب عليه دفع فوائد معينة، و سداد قيمته كاملة وذلك وفق شروط (نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق...) متفق عليها مسبقا في العقد. وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة ".<sup>4</sup>

نلاحظ ان كل التعريفات تقريبا تقودنا لنفس الاتجاه وهو ان "السندات عبارة عن صكوك متساوية القيمة، تمثل ديونا في ذمة الشركة المصدرة لها، بحيث تثبت حقوق حاملها بما قدمه من مال على سبيل اقراض

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص:165.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:148.

<sup>3</sup> Lawrence GITMAN ، Michel JOEHNK ، " **Investissement et marchés financiers** " ، Pearson éducation France ، 9<sup>e</sup> édition 2005 ، p12.

<sup>4</sup> Philippe SPIESER ، " **Information économique et marchés financiers** " ، Economica 2000 ، Paris ، p30.

للشركة وحقه في الحصول فوائد دورية غير متعلقة بالوضعية المالية أو للنتائج المحققة من طرف الشركة، واقتضاء قيمة الدين في مواعيد استحقاقها، و تكون هذه الصكوك قابلة للتداول على مستوى البورصة اما بالقيود في الدفاتر التجارية ان كان اسما أو بالتسليم للمشتري ان كان لحامله"

#### الفرع الثاني: خصائص السندات:

- للسند مجموعة من الخصائص تميزه عن السهم الذي تصدره الشركات المساهمة نستعرضها على النحو التالي:<sup>1</sup>
- ✓ يمثل السند حصة في قرض على الشركة بينما يمثل السهم حصة في راس مال الشركة، فالمساهم يعتبر شريك بينما حامل السند دائنا للشركة.
  - ✓ لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة ايا كانت نتيجة أعمال الشركة وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفائدة، فله الحق في اتخاذ اجراءات قانونية ضد هذه الشركة والتي قد تصل إلى اشهار افلاسها وتصفيتها،
  - أما حامل السهم العادي فله الحق في الحصول ارباح تتغير حسب نتيجة اعمال الشركة وحسب ما تقرره الجمعية العمومية، و في حالة عدم تحقيق ارباح لا يستطيع مطالبة الشركة بشيء.
  - ✓ يسترد حامل السند قيمته في تاريخ محدد يتفق عليه عند اصدار السند و احيانا يكون له ضمان خاص على بعض اصولها، ومن ثم يتقدم على اصحاب الاسهم الذين يقتسمون اصول الشركة بعد سداد ديونها ومنها قرض السندات
  - اما حامل السهم فلا يسترد قيمة اسهمه اثناء حياة الشركة إلا في حالات استهلاك راس المال وإصدار أسهم تمتع كما سبق بيانه.
  - ✓ تنص العديد من التشريعات كالتشريع المصري على عدم اصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية، اما السندات فيجوز اصدارها بأقل من قيمتها الاسمية لتشجيع الجمهور على الاكتتاب فيها، على ان ترد القيمة الاسمية بالكامل في تاريخ الاستحقاق.

كما تتشابه السندات والاسهم في:

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:180

- كون كلاهما يمثل وسيلة تمويلية للشركة، فبينما تمثل الاسهم وسيلة تمويل داخلي (الحصول على راس مال مملوك) فإن السندات تمثل وسيلة تمويل خارجية ( تدبير راس مال مقترض)
- كونهما قابلان للتداول في السوق الثانوي ويخضعان لقوى العرض والطلب.

### الفرع الثالث:انواع السندات

يمكن التمييز بين عدة انواع من السندات وذلك تبعا للزاوية التي ينظر منها لهذه السندات

#### 1. السندات حسب طريقة شكل اصدارها أو طريقة تملكها: <sup>1</sup> وهنا نميز بين :

أ. سندات اسمية : هي التي تحمل اسم صاحبها على صك السند ولا تتداول إلا بعد موافقة الشركة واثبات التنازل عنها في دفاترها.

ب. سندات لحاملها : يتم تداولها بالتسليم ولا يحمل الصك اسم صاحبه ولا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو اثبات التنازل في سجلاتها.

#### 2. السندات من حيث جهة الاصدار: <sup>2</sup>

أ- سندات حكومية : تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

ب- سندات غير حكومية : تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

#### 3. السندات من حيث الضمان: <sup>3</sup>

أ. سندات مضمونة : ذلك برهن اصل ثابت كعقار ما أو اوراق مالية خاصة بشركات اخرى، و هذه الرهون تكفل لحامل السند وضع يده على الاصول المرهونة في حال اخفاق الشركة المصدرة سداد قيمة السند عند استحقاقه.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:182

<sup>2</sup> فيصل محمود الشاويره، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الاسس النظرية والعملية"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2008، ص:77

<sup>3</sup> محمد حلة توفيق، "الهندسة المالية : الاطار النظري والتطبيقي"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2011، ص:141-142

ب. سندات غير مضمونة : يطلق عليها اسم السندات العادية ففي حالة عدم تمكن الشركة من سداد قيمة القرض فيمكن لأصحاب السندات المطالبة بإفلاس الشركة، وتعد الضمانة الوحيدة هي الاولوية على حملة الاسهم سواء العادية أو الممتازة.

#### 4. السندات من حيث القابلية للتحويل<sup>1</sup>:

أ. سندات قابلة للتحويل : يعطى لصاحبها الحق لاستبدالها لأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

ب. سندات غير قابلة للتحويل : فلا تعطى لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

#### 5. السندات من حيث طبيعة الفائدة<sup>2</sup>:

أ. فائدة ثابتة : تكون عليها الفائدة ثابتة طويلة الامد.

ب. فائدة متغيرة : تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير اسعار الفائدة السائدة في السوق.

#### 6. السندات من حيث الاجل<sup>3</sup>:

أ. سندات قصيرة الاجل : هي تتشابه مع اذونات الخزانة من حيث قصر المدة ويتم تداولها في سوق النقد، تتميز بالسيولة العالية وانخفاض المخاطر بها وتصدر بمعدلات فائدة جد متدنية.

ب. سندات متوسطة وطويلة الاجل : يتم تداولها في اسواق راس المال وتصدر بمعدلات الفائدة اعلى من القصيرة الاجل، ومن امثلتها السندات العقارية وسندات التنمية...

ج. سندات دائمة : تعطي لحاملها الحق ان يبقى عليها إلى أي فترة يشاء، وان أراد التخلص منها فليس امامه سوى بيعها في البورصة، ولا يتمتع هذا النوع من السندات بالانتشار الواسع مثل الانواع الاخرى.

#### الفرع الرابع : اهتلاك السندات

مادام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، و لاهتلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:151

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:151

<sup>3</sup> محب خله توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 141

إصدار السندات، و إن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق<sup>1</sup>:

1. **السداد الجزئي للسندات** : تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال استحقاق القرض الجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

2. **تكوين احتياطي استهلاك السندات** : قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- تخصيص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

3. **لسداد التدريجي** : تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

4. **مقارنة بين السندات والاسهم العادية والممتازة:**

يمكن تلخيص اوجه الاختلاف والتشابه بين السندات والاسهم العادية والممتازة من خلال الجدول الآتي:

الجدول (01): المقارنة بين السندات والاسهم الممتازة والاسهم العادية

الاسهم العادية	الاسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية
			عامل المقارنة

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:28

أولاً: الحق في الحصول دخل	الدرجة الاولى	الدرجة الثانية	الدرجة الثالثة
1. من حيث الاولوية	ثابت ومحدد عادة	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
2. من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الأولى	الثانية	الثالثة
ثانياً: الحق في الاصول عند التصفية.	محدد	محدد	المتبقي وغير محدد
1. درجة الأسبقية	محدد مسبقاً	ليس له تاريخ	ليس له تاريخ
2. المبلغ		استحقاق	استحقاق
ثالثاً: تاريخ الاستحقاق.		استحقاق	استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص:269

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تزايدت أهمية المشتقات المالية على مدار العقدين الأخيرين من القرن 19 بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على اسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا، فعلى سبيل المثال في عام 1980 كان حجم المتاجرة السنوية لعقود المستقبلات - نوع من انواع المشتقات - الخاصة بأسعار الفائدة 12 مليون عقد وفي سنة 1993 ارتفعت إلى 318 مليون عقد، كما عرفت مبادلات العملات - نوع آخر- نمو خلال الثمانينات من 1 إلى 2 مليار عقد، اضافة إلى الخيارات - نوع ثالث- اذ أن المتاجرة بخيارات العملات الاجنبية في الاسواق الموازية يقدر بـ 22 مليار عقد ( 80% من التعاملات على الطاولة over the counter ) سنة 1989، و خلال السنة نفسها كان هناك 40 مليون عقد تام لخيارات اسعار الفائدة التي يتاجر بها في البورصات المنظمة<sup>1</sup>.

**الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية:** هناك عدة تعاريف متعلقة بالمشتقات المالية نذكر:

- **تعريف 1:** المشتقات المالية "عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود اساسية لأدوات استثمارية: اوراق امالية، عملات اجنبية، سلع... الخ لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة"<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حاكم الربيعي وآخرون، "المشتقات المالية"، دار البازوري، عمان، ط1، 2011، ص:16

<sup>2</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص:262

- **تعريف 2:** المشتقات المالية " اوراق لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها اوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود"<sup>1</sup>
- **تعريف 3:** نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.<sup>2</sup>
- **تعريف صندوق النقد الدولي:** " المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على اسعار الاصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الاصول، وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الاسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح غير ضروري"<sup>3</sup>

مما سبق يتضح لنا ان المشتقات المالية هي أدوات مالية مرتبطة اساسا بورقة مالية أو مؤشر أو سلعة ما، بحيث يتم من خلالها بيع وشراء المخاطر المالية في الاسواق المالية، اما قيمتها فتتوقف على سعر الاصول أو المؤشرات محل التعاقد، كما تستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة تشمل ادارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الاسواق واخيرا المضاربة.

#### الفرع الثاني: أسواق المشتقات:

يتم تداول المشتقات في الاسواق المنظمة ( البورصات) وكذلك في الاسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري على الطاولة (OTC over the counter) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم، و لا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تربط بين السماسرة والتجار والمؤسسات المالية. وتتميز الاسواق المنظمة على الاسواق الغير منظمة بوجود مكان محدد لإجراء المعاملات وبتنميط شروط التعامل، و الغاء مسؤولية تنفيذ و ضمان جدية الصفقات على مؤسسات متخصصة هي المؤسسات تسوية الصفقات.

<sup>1</sup> سعيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص:85

<sup>2</sup> أحمد صالح عطية، " مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر 2003، ص: 211.

<sup>3</sup> اضاءات، العدد2، نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية، الكويت جانفي 2009، ص:3.

و تعتبر اسواق المشتقات اسواق عقود، و في العقد يوجد طرفان، الطرف البائع والطرف المشتري، ويتضمن العقد مجموعة من العناصر الاساسية التالية<sup>1</sup>:

- أ. تاريخ العقد.
- ب. تحديد السعر.
- ت. تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- ث. تحديد نوع الاصل محل التعاقد.
- ج. تحديد الزمن الذي يسري عليه العقد.

**الفرع الثالث: أنواع عقود المشتقات** : لقد تعرفنا على معنى المشتقات المالية وعرفنا انها تتعلق بشتى انواع الاستثمار المالي والحقيقي مثل السلع والأوراق المالية والفوائد وأسعار الصرف ومؤشرات الأسعار، هذا يعني انه لا بد ان تكون هناك عدة انواع من هذه المشتقات والتي سنوضحها على النحو الآتي:

1. **الخيارات ( option )**: "هي عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق ويسعر يحدد في وقت التعاقد، على ان يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ من عدمه، و ذلك مقابل مكافأة يدفعها للبائع عند التعاقد، والذي يطلق عليه محرر الاختيار "option writer"<sup>2</sup> من خلال التعريف يمكن ان نميز ان هناك نوعين من الخيارات وهي :

- خيار حق الشراء : وهو الذي يعطي مشتري خيار الشراء الحق وليس الالتزام بشراء الاصل محل العقد.
- خيار حق البيع : وهو الذي يعطي مشتري خيار البيع الحق وليس الالتزام ببيع الاصل محل التعاقد.

2. **العقود الآجلة** : " هي العقود التي يلتزم فيها البائع ان يسلم المشتري السلعة في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد"<sup>3</sup> وتكون هذه العقود ملزمة التنفيذ تتم في الاسواق اللاحقة وخارج البورصة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، " ادارة المشتقات المالية"، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2012، ص:28

<sup>2</sup> منير ابراهيم الهندي، " ادارة الاسواق والمنشآت المالية"، مشاة المعارف، الاسكندرية، 1997، ص:589

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص:668

<sup>4</sup> فريد النجار، "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص:20

3. العقود المستقبلية: " هي عقود بين البائع والمشتري لشراء أو بيع احد الاصول في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم، ولكن مع تسويات يومية في اسواق التبادل المستقبلية future markets".<sup>1</sup> وعادة ما يتم تداول هذه العقود في البورصة ( السوق المنظمة).

3-1- انواع عقود المستقبليات : تتعدد انواع المستقبليات حسب نوع موضوع العقد أو الشيء المتعاقد عليه وبالتالي يمكن تقسيم هذه العقود إلى<sup>2</sup>:

- أ. عقود المستقبليات المالية : فيها يتم التعامل على بيع أو شراء كمية محدودة من الأوراق المالية.
  - ب. عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية : فيها يتم بيع أو شراء كمية محدودة من المحاصيل الزراعية.
  - ت. عقود مستقبليات المعادن الثمينة والمواد الخام: يتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من المعادن الثمينة والمواد الخام.
  - ث. عقود مستقبليات العملات الأجنبية يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الاجنبية.
- 3-2- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:<sup>3</sup>

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

- أ. مخاطرة عدم القدرة على الوفاء:العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.
- ب. مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي :يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:21

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:171

<sup>3</sup> احمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص:240.

**ج. تكلفة المعاملات:** تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

**د. التسوية اليومية للعقد:** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

**4. عقود المبادلات swaps:** " هي اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر يتم بموجبه تبادل الدفعات أو المقبوضات المترتبة على كل منهما، من جراء التزامات أو اصول يتم تحديدها لهذه الغاية، و ذلك خلال حياة المبادلة، و بنفس عملة الالتزام أو الاصل، و دون اجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الاصل ".<sup>1</sup>

نشير إلى ان عقود المقايضات أو المبادلات ظهرت لأول مرة في عام 1970 بالنسبة للعملة الاجنبية، وفي سنة 1981 بالنسبة لأسعار الفائدة، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهن والضرائب حتى تجاوزت قيمتها الكلية 8 ترليون دولار امريكي في نهاية التسعينات من القرن الماضي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> هشام السعدي خليفة بدوي، " عقود المشتقات المالية:دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2001، ص : 69

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، " مرجع سبق ذكره، ص:174

### المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية ومدى كفاءتها:

إن سؤال احد المستثمرين عن حالة السوق سوف يختلف من مستثمر إلى آخر وذلك حسب الارباح أو الخسائر التي مست محفظته المالية فمن حقق ارباحا سيجيب بأن السوق كان ايجابيا، اما من خسر فسيجيب بالعكس، اما اذا سألت أحد المحللين والمتابعين لسوق الأوراق المالية فسيجيبك اعتمادا على احد أو مجموعة من المؤشرات الخاصة بالسوق، هذه المؤشرات التي سنحاول التعرف عليها وعلى خصائصها.

#### المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية:

##### الفرع الأول : ماهية مؤشرات السوق واستخداماتها

1. تعريف مؤشر السوق : هناك عدة تعاريف معظمها متشابهة خاصة بسوق الأوراق المالية، نذكر منها:
    - ✓ التعريف 01 : " هي عبارة عن ارقام قياسية تبين التغيرات في متوسط اسعار الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية"<sup>1</sup>؛
    - ✓ التعريف 02 : "تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة"<sup>2</sup>؛
    - ✓ التعريف 03 : "هو قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو ارقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والاسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، و الحاصلة في سوق رأس المال، و بشكل رئيس سوق الاسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة"<sup>3</sup>؛
- من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف مؤشر السوق على انه "مرجعية معلوماتية، تمثل قيمة قياسية بسيطة أو مرجحة، تساعد على تحليل، متابعة وتوقع حالة السوق على جميع المستويات جزئية كانت ام كلية في سوق مالية منظمة أو غير منظمة، و خلال مختلف المراحل الزمنية".

<sup>1</sup> هيكل عبد العزيز فهمي، " موسوعة المصطلحات الاقتصادية والاحصائية "، دار النهضة العربية، بيروت-لبنان، 1986، ص:776.

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:76.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:298.

## 2. استخدامات المؤشرات في سوق الأوراق المالية : يمكن استخدام مؤشرات الاسواق المالية لتحقيق

اهداف متعددة نذكر منها:<sup>1</sup>

- ✓ تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الاجمالية ومتابعة انجازات الشركات المكوّنة بأدواتها للمؤشرات المعنية، و تحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- ✓ تعديل المحفظة الاستثمارية على وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المالية من حيث علاقة العوائد بالمخاطر ويمكن استخدام المؤشرات في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية ايضا.
- ✓ استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الاسعار في الاسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في اسواق السلع والخدمات.
- ✓ تمكن المؤشرات في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصاديات الدولية المختلفة أو المقارنة بينها وبين الادوات المالية المستعملة في هذه الدول.
- ✓ كشف عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود والتضخم أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش.
- ✓ تقدير درجة حساسية الاسواق المالية ومنه الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الازمات الاقليمية المتولدة عن اسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات اسعار النفط وانعكاساتها على الاسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في اسعار الصرف الدولية.
- ✓ كما ان مؤشرات اسواق الأوراق المالية تمكن من التعرف على الاتجاهات السائدة في السوق وهو ما يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيع).<sup>2</sup>

## 3. اهم مراحل بناء مؤشرات السوق : عند الحديث عن مؤشرات اسواق الأوراق المالية أو غيرها فإننا

نتحدث عن مؤشرات يفترض بها ان تعبر عن حقيقة السوق بأكبر دقة ممكنة، ولهذا وجب اختيار عينة من الأوراق المالية تقدم أكبر تمثيل للسوق المراد قياس مستوى اسعاره ثم تجرى عليها العمليات الرياضية

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص : 198-199

<sup>2</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:299.

اللازمة لإظهار المستوى الوسطي لأداء العينة، فكل المؤشرات سواء كانت Dow Jones Industrial

أو S&p500 أو ال DAX.... الخ فإنها تعتمد على نفس الاسلوب

عموما فإن بناء المؤشرات يمر عبر ثلاثة مراحل وهي على الشكل التالي<sup>1</sup>.

1. مرحلة اختيار العينة : يتم في هذه المرحلة اتخاذ قرار بشأن حجم العينة المراد قياسها بحيث يتم دراسة

حجم العينة من حيث اعتماد عدد الاسهم أو الأوراق المالية التي سيتم إدخالها في العينة، بعدها تتم عملية اختيار مفردات العينة وذلك بالاعتماد على اسس معينة مدروسة.

2. مرحلة اختيار طريقة تحديد أوزان مكونات العينة : وهنا يتم اتخاذ القرار بشأن طريقة تحديد الاوزان

التي ستخصص لمفردات العينة وهناك ثلاث طرق معتمدة:

أ. طريقة تساوي الاوزان<sup>2</sup>: يقوم هذا الاسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الاسهم

المكونة للمؤشر في فترة الاساس، رغبة في الغاء التحيز السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها في المؤشر.

عمليا يتم اتباع هذا الاسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية (معامل f) تمثل مقلوب سعر السهم p حيث  $f=1/p$ ، ومثال ذلك مايلي:

السهم	P0	f=1/P	W0	P1	W1=P1xf	التغير ((w1)-1)
A	100	0.01	1	150	1.50	0.5
B	80	0.0125	1	100	1.25	0.25
C	20	0.05	1	40	2.00	1.00
			3		4.75	

حيث P0 : السعر في سنة الاساس و P1 السعر في سنة المقارنة و f هو المعامل

W0 وزن السهم في سنة الاساس على اساس الترجيح المتساوي.

W1 وزن السهم في سنة المقارنة

$$\text{معدل العائد} = \frac{1+0.25+0.5}{3} = \frac{4.75}{3} = 0.583 = 58.3\%$$

<sup>1</sup> محمد نضال الشعار، " الاسواق المالية وأدواتها"، حلب-سوريا، 2006، ص:157.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:311-312

ما يعاب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة.

**ب. طريقة الوزن بحسب السعر:** ويقصد هنا وزن السهم بالنسبة إلى اجمالي المحفظة أي سعر السهم السوقى بالنسبة لمجموع اسعار أسهم المؤشر، و يكون مجموع أسعار أسهم المؤشر في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر.

من ابرز الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أن تمثيل المؤسسة في العينة بسهم واحد من خلال سعره لا يعكس القيمة السوقية الحقيقية، فاذا افترضنا وجود مؤسستين قيمتهما السوقية متساوية ب 1000 و.ن ويكون عدد أسهم الاولى هو 10 أسهم بينما الثانية 100 سهم فسيكون اذا سعر سهم الاولى 100 بينما الثانية هو 10 و.ن، فبحسب هذه الطريقة فان الاولى اكبر وزنا من الثانية رغم ان قيمتهما الاقتصادية بموجب القيمة السوقية متساوية . كما ان قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

**ج. طريقة الوزن بحسب القيمة:** في هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

- اختلاف قيمة وعائد المؤشر باختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر .
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

**3. مرحلة حساب المؤشر:** وهي المرحلة الاخيرة التي يتم فيها حساب المؤشر واعتماد طريقة للحساب اما على شكل زمني متقطع أو على شكل آني مستمر.

هنا تجدر الاشارة إلى ان معدل الداوجونز يعتمد على طريقة الاوزان المتساوية اضافة إلى صيغة معينة يتم استخدامها في حالة الانقسامات الكبيرة المؤثرة اما مؤشر الـ s&p500 فيعتمد طريقة الوزن حسب القيمة مع اعتبار السنوات 1941 و 1943 كأساس.

**الفرع الثاني: بعض المؤشرات في سوق الأوراق المالية :** من اهم المؤشرات التي يمكن التطرق اليها نذكر:

1. **مؤشر داوجونز الصناعي : Dow Jones Industrial Average DJTA** هو اشهر المؤشرات

الدولية وأقدمها حيث بدا العمل به سنة 1896 ، وهو ساري العمل به إلى غاية الآن، يتكون هذا المؤشر من 30 سهم ممثل لأكبر 30 شركة من حيث القيمة السوقية في الولايات المتحدة الامريكية، علما ان عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا.

إن حساب مؤشر الداوجونز جد بسيط فهو لا يقوم بعملية الترجيح، بل يعتمد على تساوي وزن كل سهم حسب سعره بحيث تكون قيمة المؤشر بالنسبة للسهم A و B هي متوسط سعر السهمين.

بالاعتماد على نفس الطريقة تم انشاء مؤشر داوجونز للنقل الذي يعبر أسهم الشركات التابعة لقطاع النقل، مؤشر داوجونز الطاقوي (DJUA) dow jones utility average الممثل لقطاع الطاقة<sup>1</sup>، اضافة إلى مؤشرات داو جونز الاسلامية.....الخ.

2. **مؤشر ستاندر اند بورز : Standard&Poor's 500 index** يعتبر هذا المؤشر (S&P500) أكثر

تطورا من مؤشر داو جونز الصناعي وذلك من ناحيتين:<sup>2</sup>

اولا :أنه أكثر شمولاً حيث يضم أسهم 500 شركة تعمل في مختلف المجالات.

ثانيا :يعتمد في حسابه على القيمة السوقية حيث أن<sup>3</sup>

$$\text{S\&P500} = \frac{\sum N_i P_i}{O.V} \times 10$$

<sup>1</sup>Les indice boursier ,partie3;

[http://www.abcbourse.com/apprendre/1\\_les\\_indices\\_boursiers3.html](http://www.abcbourse.com/apprendre/1_les_indices_boursiers3.html);24/03/2013

<sup>2</sup> نضال الشعار، مرجع سبق ذكره، ص:160.

<sup>3</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص:170.

\*  $N_i P_i =$  جداء السعر الحالي في عدد الاسهم بالنسبة للسهم ( i القيمة السوقية الحالية)

\*  $V.O =$  القيمة الاصلية في سنة الاساس سنة (1941-1943) .

\* اما الرقم 10 فهو حجم المؤشر في فترة الاساس.

\* كما يصدر عن هذا المؤشر مؤشر ستاندر اندبورز للأسهم الصناعية 400 (400 سهم) ومؤشر الشركات العاملة في مجال النقل (20 سهم)، ومؤشر أسهم شركات المرافق العامة (40 سهم)، ومؤشر أسهم شركات الخدمات المالية (40 سهم) .

3. مؤشر: **FTSE100 (Financial Times Stock Exchange100)** هو مؤشر تصدره جريدة Financial times لأكثر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن.

إن هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية أي يتم حسابه بنفس طريقة حساب مؤشر

S&P500 مع اخذ حجم المؤشر 1000 بدل 10 لسنة الاساس.1983

4. المؤشرات اليابانية<sup>1</sup>:

• مؤشر **Nikkei225** يعتبر اهم مؤشرات سوق الاسهم اليابانية بدأ العمل به في سبتمبر 1950 ، عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 225 شركة مدرجة في بورصة طوكيو TSE كما يدل عليه اسمه، ويتم حسابه بإتباع اسلوب مؤشر داو جونز بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

• مؤشر **توبيكس Topix** الياباني : وقد تم إنشاؤه بتاريخ 04/01/1968 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

5. مؤشر **CAC40 الفرنسي**: تقوم بورصة باريس بحساب هذا المؤشر على اساس انه مؤشر مرجح بأسعار

احسن 40 سهما حرا لشركات متداولة في السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:83

6. مؤشر DAX30 الالمانى: هو مؤشر الماني يتكون من 30 سهما يمثلون 30 شركة يتم تداول اسهمها في بورصة فرانكفورت frankfurt stock exchange ، بدأ استعمال المؤشر سنة 1987 اين كان عدد الشركات المثلة للمؤشر هي 1000 قبل ان تقلص إلى 30 شركة. وهو مؤشر مرجح بالعوائد والاسعار أي الارباح الموزعة والاسعار<sup>2</sup>.

نشير الى أننا ذكرنا اشهر المؤشرات المتداولة في السوق وليس كلها، فهناك عدد كبير من المؤشرات في كل البورصات العالمية كما يمكن ان نجد ان كل مؤشر قد يتفرع إلى مؤشرات فرعية عديدة

### المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

من خلال هذه الفقرة سنحاول التطرق إلى ما يسمى بمفهوم كفاءة السوق وهي الفكرة المتعلقة اساسا بالمعلومات الواردة إلى السوق وسلوك سعر الورقة المالية الذي يترتب من خلالها.

### الفرع الأول: ماهية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية : هناك عدة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية نحاول ذكر البعض منها:

**تعريف 01:** السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يكون فيه تحديد السعر السوقي للورقة المالية دون ان يكون هناك انحراف عن قيمتها الحقيقية<sup>3</sup> ؛

**تعريف 02:** كما يعرف منير ابراهيم هندي السوق الكفاء على انه " ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الايام والاسابيع والسنوات الماضية، أو في التحليلات أو تقارير آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي ففي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 180

<sup>3</sup> Prasanna Chandra ، " **Financial Management: theory and practice**"; Mc Graw-hill; New-delhi; india 2008;p:422.

المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه<sup>1</sup>؛

**تعريف 03:** اما الدكتور محمد أحمد عبد النبي فيعرف السوق الكفاء بأنه " السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها اسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الاسعار بطريقة عشوائية دون امكانية السيطرة عليها، والسوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية<sup>2</sup>؛

و منه يمكن ان نقول ان السوق الكفاء " هو السوق الذي لا نجد فيه فوارق بين السعر الحقيقي العادل للورقة المالية والسعر السائد في السوق، فتكون كل المعلومات المتوفرة في السوق عن المنشأة تعبر تعبيراً حقيقياً عن سعر الورقة، وطالما ان السعر السوقي يعكس القيمة الحقيقية والمعلومة متوفرة للجميع بصورة عادلة فإن المستثمرين لا يمكنهم تحقيق أي ارباح غير عادية وتكون جميع الارباح التي يتم تحقيقها هي ارباح عادية".

2. **متطلبات كفاءة السوق:** ان وجود سوق مالي كفاء يتطلب ضرورة توفر العديد من المقومات، وحتى تقوم سوق الأوراق المالية بوظيفتها المتمثلة في تخصيص المدخرات وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات، وتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ينبغي توفر عنصرين اساسيين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

**اولا: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** يقصد بكفاءة التسعير السرعة في وصول المعلومات الجديدة إلى المستثمرين وجميع المتعاملين في السوق وفي وقت واحد دون ان يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، الامر الذي يجعل اسعار الاسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة عن تلك الاسهم، حيث نجد ان جميع المتعاملين لديهم الفرصة لتحقيق الارباح، وهذا يجعل من الصعب على احدهم تحقيق ارباح استثنائية أو غير عادلة على حساب الآخرين.<sup>3</sup>

**ثانيا: كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية ) :** يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على أداء وظائفها التشغيلية في خلق وتحقيق التوازن بين العرض والطلب بأقل تكلفة ممكنة ( تكاليف السمسرة )، أي دون ان يتكبد المتعاملون في السوق تكلفة عالية للسمسرة، ودون ان يتاح للتجار والمتخصصين فرصة

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص:489-490

<sup>2</sup> محمد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص:41

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1996، ص49

لتحقيق مدى أو هامش ربح، كما ان السوق يكون مفتوحا امام جميع المستثمرين ويكون هناك حرية في الدخول إلى السوق والخروج منها، أي ان كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق** : تعتمد عملية التنبؤ بظاهرة ما على ثلاثة انواع من المعلومات التي يمكن الحصول عليها وهذه المعلومات هي:<sup>2</sup>

✓ **معلومات تاريخية** : تخص معلومات عن اسعار الاسهم وحجم التعاملات عن فترة زمنية سابقة وهي متاحة لجميع المتعاملين في السوق.

✓ **معلومات عامة** : هي كافة المعلومات الحالية المتاحة للجمهور مثل المتعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة أو المنشأة وغيرها.

✓ **معلومات خاصة** : هي معلومات تستأثر بها فئة معينة من المتعاملين في السوق ( كبار المستثمرين - مديرين - اعضاء مجلس الادارة ) وتمكنهم من تحقيق ارباح غير عادية تفوق ما يحققه اقرانهم المستثمرين.

وفقا للمعلومات السابقة الذكر يمكن اعتبار ان كفاءة بورصة الأوراق المالية تتدرج وفقا لتدرج المعلومات الواردة للبورصة كما يلي<sup>3</sup> : فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة أو نصف القوية وفرضية الصيغة القوية.

**1. فرضية الصيغة الضعيفة** : تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن اسعار الأوراق المالية في السوق تعكس جميع المعلومات المرتبطة بتطور اسعارها في الماضي ( البيانات التاريخية ) ويفترض ان هذه المعلومات التاريخية متاحة للجميع ولا تتضمن اية معلومات تساعد على تحقيق ارباح غير عادية، أي ليس بوسع المستثمرين تحقيق عوائد اعلى من التي يمكن الحصول عليها عن طريق اساليب الاستثمار البسيطة، وهذا السوق ذو المستوى الضعيف الكفاءة هو سوق سلمي لا يسعى للحصول على معلومات والقيام بتحليلها، ولكن يكفي بما يقدم له وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية في السوق بالاعتماد على الاسعار الماضية فقط تعتبر محاولة عديمة الجدوى.<sup>4</sup>

**2. فرضية الصيغة المتوسطة أو نصف القوية** : تفترض الصيغة النصف قوية لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسعار، بل تعكس ايضا المعلومات المنشورة والمتاحة

<sup>1</sup> محمد عبده محمد مصطفى، " تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الدار الجامعية، الاسكندرية-مصر، 1998، ص:34

<sup>2</sup> المعهد العربي للتخطيط، "كفاءة سوق الأوراق المالية"، التدريب عن بعد، الكويت، [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)، 2013/04/04

<sup>3</sup> Robert.A.Haugen، "Modern investments Theory"، prentice Hall; N.J; 5ed 2001; p:605.

<sup>4</sup> عبد الله سالم، " الخصخصة وتقييم الاصول والاسهم في البورصة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة-مصر، 1996، ص:157

للجمهور(المعلومات العامة)، سواء كانت معلومات متعلقة بالاقتصاد ككل أو بقطاع معين من القطاعات الاقتصادية أو بالشركة نفسها المصدرة للأوراق المالية، و عند ورود معلومات جديدة فان الاسعار تستجيب لتلك المعلومات، وكلما كانت استجابة السوق سريعة كلما كانت السوق اكثر كفاءة، و لن يتمكن المستثمر من تحقيق أي عوائد غير عادية نتيجة معرفته بهذه المعلومات وقيامه بتحليلها.<sup>1</sup>

3. **فرضية الصيغة القوية** : وفقا لهذه الصيغة أو الفرضية فإن اسعار الاصول المالية ( الأوراق المالية) تعكس جميع المعلومات التاريخية والعامة، و هي تلك المعلومات المتاحة لكل المتعاملين في السوق، و المعلومات الخاصة وهي تلك المعلومات التي يستأثر بها فئة معينة من المتعاملين في السوق وتمكنهم من تحقيق ارباح غير عادية تفوق ما يحققها اقرانهم المستثمرين، و يقصد بهذه الفئة: المتعاملين في السوق من كبار المستثمرين أو المديرين أو اعضاء مجلس الادارة أو ما يطلق عليهم العالمين ببواطن الامور **Insiders**.<sup>2</sup>

مما سبق يتضح بأن الاسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو درجة نصف قوي أو درجة قوي فهي جميعها اسواق كفؤة إلا ان درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها.

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي، "تحليل وتقييم الاسهم والسندات : مدخل الهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص:127-128

<sup>2</sup> حمد واثق ابو عمر، "النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003، ص:30.

### خلاصة الفصل الأول

مما سبق يتضح لدينا ان السوق المالي في أي اقتصاد ينقسم الى سوقين أساسيين: أولهما وهو السوق النقدي بمؤسساته الأساسية من بنوك مركزية و بنوك تجارية وثانيهما وهو سوق رأس المال الذي أصبح يملك مكانا مهما خاصة في الاقتصاديات العالمية ولعل من أبرز المؤسسات المالية أو الأجهزة المستعملة لتنشيط هذه السوق هي بورصة الأوراق المالية التي يتم من خلالها اصدار وتداول مختلف الأوراق المالية.

لقد أصبح التعامل في البورصة يمثل أهم نوع من الاستثمارات التي يحاول العديد من الافراد والمؤسسات تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال شراء السلع أو الادوات المتداولة بها وإعادة بيعها أو الاحتفاظ بها والاستفادة من عوائدها، كما أنها أصبحت تمثل الملجأ المفضل للمؤسسات الراغبة في البحث عن التمويل اللازم لتوسيع وتحريك أنشطتها الاستثمارية إما بفتح رأس مالها وطرح أسهم للتداول، أو طرح سندات مقابل فوائد معينة.

من خلال هذا الفصل يتبين لنا أن معظم الأدوات المتداولة في النظام المالي الوضعي تقوم على معدل الفائدة أو ما يسمى شرعا بالفوائد الربوية التي فرضت نفسها في التعاملات الاقتصادية وبمختلف الاقتصاديات عبر العالم سواء تعلق الامر بدول غير اسلامية أو حتى دول اسلامية

الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات

المالية

---

الفصل الثاني:  
التعاملات المالية غير الأخلاقية  
و تأثيرها في وقوع الأزمات المالية

### تمهيد

لكل حدث أو أزمة سبب أو مسببات، ولقد تعود العالم على الحدوث الدوري لعدة أزمات سواء كانت سياسية، اقتصادية أو أمنية...، فما إن يتم تجاوز أزمة معينة إلا ويعاد الوقوع في أزمة موالية بطريقة أو بأخرى، وبما أن بحثنا يتعلق بالجانب المالي فإننا سنحاول التطرق للأزمات المالية ونخص بالذكر أزمة الرهن العقاري التي عرفها العالم سنة 2008.

من خلال ما تناولناه في الفصل الأول يبدو وكأن النظام المالي السائد هو نظام مثالي يهدف إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال تنظيم حركة الاموال من أولئك الذين يجوزون فوائض مالية إلى أولئك الذين هم في حاجة إلى هذه الأموال باستعمال عدة وسائل من أهمها المنظومة المصرفية واستغلال الودائع البنكية بتوفيرها لمن هم بحاجة إليها، او عن طريق سوق الأوراق المالية التي اوضحت تحوز على مكان هام في هذا النظام باستخدام عدة ادوات من أهمها الأسهم، السندات وعقود المشتقات.

و يدور الحديث كثيرا عن أسباب الأزمة المالية التي يعرفها العالم ومن أهم الاسباب المتداولة هي جشع المستثمرين ولجوئهم إلى مختلف الوسائل حتى وان كانت تقوم على الحيل والخداع والغش التي تحقق الأهم ألا وهو تحقيق الربح فقط، وهناك من يعتبر أن السبب المتكرر للأزمة انما يعود إلى خلل في الادوات الاقتصادية المعتمدة في هذا النظام وإلا ما كانت لتتكرر هذه الأزمات.

## المبحث الأول:الازمة المالية: أصنافها ومسبباتها

سنعمل من خلال هذا المبحث على توضيح المفاهيم المتعلقة الأزمات عموما و بالأزمة المالية خصوصا، كما ستكون ازمة الرهن العقاري لسنة 2008 نموذجا للدراسة اين يتم تقديم وصفا تاريخيا للأزمة و التطرق لأهم مسبباتها.

### المطلب الاول:الأزمات، مراحلها وانواعها

إن مصطلح الأزمة يتداول في مجالات متعدد فنسمع السياسي يقول ان البلد يمر بأزمة سياسية، والأمني يقول ان هناك أزمة أمنية والمشرع يقول هناك أزمة اخلاق والاقتصادي يقول أن هناك ازمة اقتصادية أو مالية في مجال معين، فنحن اذا اما مصطلح متعدد الاستعمالات حسب نوع الازمة الحاصلة، لكن قبل الخوض في انواع الازمات لابد من التعرف على معنى هذا المصطلح

**الفرع الأول:تعريف الازمة :** يمكن تعريف الازمة من جانبين، جانب لغوي وجانب اصطلاحى

1. **تعريف الازمة لغةً:** ورد في المعجم الوجيز تعريفا للازمة: "الأزمة هي الضيق والشدة ويقال أزمة سياسية

وازمة مالية، وهي القحط والحمية، وفي علم الطب هي تغير فجائي يحدث في مرض حاد كالتهاب الرئة، وأزمت السنة أي اشتد قحطها، وأزم على الشيء أزمأ أي عضَّ بالفم عضًّا شديدا"<sup>1</sup>.

أما اللغة الصينية فقد برعت إلى حد كبير في صياغة مصطلح الازمة... إذ ينطقونه **وي-جيت** وهي عبارة عن كلمتين الأول تدل على الخطر والأخرى تدل على الفرصة التي يمكن استغلالها، وتكمن البراعة هنا في تصور امكانية تحويل الأزمة وما تحمله من مخاطر إلى فرصة لإطلاق القدرات الابداعية التي تستثمر الأزمة كفرصة لإعادة صياغة الظروف وإيجاد الحلول السديدة.<sup>2</sup>

2. **تعريف الازمة اصطلاحا:** أما مصطلح الأزمة فهو " حالة توتر ونقطة تحول تتطلب قرارا ينتج عنه مواقف

جديدة سلبية كانت أو ايجابية تؤثر على مختلف الكيانات ذات العلاقة".<sup>3</sup>

يعرف قاموس رندوم (random) الازمة بأنها "مرحلة انتقالية تتسم بعدم التوازن أو الاستقرار وتعتبر

نقطة تحول تحدد من خلالها أحداث مستقبلية قد تؤدي إلى تغيير كبير"<sup>4</sup>

<sup>1</sup> "المعجم الوجيز"، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم، جمهورية مصر العربية، 1991، ص:15

<sup>2</sup> الشعلان، فهد أحمد، "إدارة الأزمات: الأسس - المراحل - الآليات"، مطابع أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، ط2، 2002، ص:17.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص:26

<sup>4</sup> Random House Dictionary Of English Language ، Random House. New York، 1969 ، P:491

كما يعرفها فالبس بأنها "حالة طارئة أو حادث مفاجئ يؤدي إلى الإخلال بالنظام المتبع في المنظمة، مما يضعف المركز التنافسي لها ويتطلب منها تحركاً سريعاً واهتماماً فورياً، وبذلك يمكن تصنيف أي حدث بأنه أزمة اعتماداً على درجة الخلل الذي يتركه هذا الحدث في سير العمل الاعتيادي للمنظمة"<sup>1</sup>؛

أما رضا رضوان فيعرف الأزمة بأنها: "فترة حرجة أو حالة غير مستقرة تنتظر تدخلاً أو تغييراً فورياً"<sup>2</sup>. كما أن الأزمة تعني: "نقطة تحول، أو موقف مفاجئ يؤدي إلى أوضاع غير مستقرة، وتحدث نتائج غير مرغوب فيها في وقت قصير، ويستلزم اتخاذ قرار محدد للمواجهة في وقت تكون فيه الأطراف المعنية غير مستعدة، أو غير قادرة على المواجهة"<sup>3</sup>.

ويعرفها بيبر (Bieber) بأنها: "نقطة تحول في أوضاع غير مستقرة يمكن أن تقودنا إلى نتائج غير مرغوب فيها إذا كانت الأطراف المعنية غير مستعدة أو غير قادرة على احتوائها أو درء مخاطرها"<sup>4</sup>. فالأزمة إذا "هي حالة عدم استقرار غير متوقعة في عمل المنظومة، ناتجة عن تراكم أخطاء في مبادئ وآليات عمل النظام أو إشكالات لم تحل في الوقت المناسب"

الفرع الثاني: مراحل الازمات.

ان الازمات كغيرها من الاحداث التي قد تحدث في مختلف المجالات الاقتصادية السياسية الاجتماعية... الخ لا تأتي من العدم بل لها اسباب تؤدي إلى حدوثها، بمعنى ان حدوثها سيأتي تباعاً وعلى مراحل من بدايتها إلى نهايتها، يمكن تحديد تطور الازمة في خمسة مراحل<sup>5</sup>:

1. مرحلة ميلاد الازمة: في هذه المرحلة تبدأ الازمة في الظهور لأول مرة في شكل مبهم وإحساس غامض بوجود ما يلوح في الأفق - هذا الاحساس ينذر بخطر غير محدد المعالم أو المدى الذي سيصل اليه

<sup>1</sup> Norman Phelps، "Setting Up A Crisis Recovery Plan"، Journal Of Business Strategy، Vol.6. No.4، 1986، P. 6

<sup>2</sup> رضوان، رضا عبد الحكيم، "إدارة الازمات في مجال العمل الامني"، مجلة الأمن والحياة، العدد 193، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 1998، ص:44

<sup>3</sup> حواش، جمال الدين محمد، "إدارة الأزمات والكوارث ضرورة حتمية"، المؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث، البحث(38)، القاهرة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998، ص:4.

<sup>4</sup> حبر، محمد صدام، "المعلومات وأهميتها في إدارة الأزمات"، المجلة العربية للمعلومات، المجلد التاسع، العدد1، تونس 1998، ص:67

<sup>5</sup> نعيم ابراهيم الظاهر، "إدارة الأزمات"، عالم الكتاب الحديث، اردن، الاردن، 2009، ص.ص:24-26

وذلك لاشك راجع إلى عدم توفر البيانات والمعلومات عن الازمة واتساع نطاق المجهول الذي يسير فيه الفرد-

فإذا كان متخذ القرار لديه الخبرة والقدرة على استيعاب هذه المرحلة من مراحل الازمة استطاع القضاء عليها في مهدها وإلا تقدمت الازمة إلى المرحلة الموالية

و يمكن القضاء على الازمة في مولدها بتجميدها والقضاء عليها دون تحقيق خسارة أو صدام بين اطراف مختلفة وكذلك بإيجاد محور اهتمام جديد يغطي على الاهتمام بالازمة ويحولها إلى شيء ثانوي لا قيمة له، كما يمكن القضاء عليها بامتصاص قوة الدفع المحركة لها وتشتيت جهودها.

2. **مرحلة نمو واتساع الازمة:** اذا لم يستطع متخذ القرار ان يقضي على الازمة في مهدها فإنها ستتمو وتتسع، حيث تتم تغذيتها عن طريق:

✓ مغذ داخلي للازمة تستمد منه قوتها منذ نشأتها (و لم يتم القضاء عليه)

✓ مغذ خارجي تفاعل معها وبها ليضيف إلى الازمة قوة دفع جديدة وقدرة على النمو والاتساع.

في هذه المرحلة لا يمكن انكار أو تجاهل الازمة نظرا لدخول اطراف جديدة في صراع الازمة لأن الخطر طال هذه الاطراف ووصل اليها وبالتالي لزم التنبيه بالازمة ووجودها وتبدأ المطالبة بالتدخل قبل ان تستفحل وتصل إلى المرحلة التالية.

يمكن القضاء على الازمة في هذه المرحلة أو تجميدها عن طريق عزل المغذيات الخارجية التي تدعم الازمة.

3. **مرحلة قمة النضج:** الوصول إلى هذه المرحلة نادر جدا في حياة الازمات ولكن طالما كان هناك

استخفاف واستبداد وجهل وكبر تصل الازمة إلى مرحلة النضج، حيث تصبح ذات قوة تدميرية عالية وتصل إلى اقصى قوتها فيصعب السيطرة عليها بعد ذلك ولا مفر من الصدام معها وتبدأ سلسلة من نزيف الخسارة المتتالية حتى تنحسر الازمة وتنتهي.

لكن هناك امل بسيط بتحويل اتجاه الازمة نحو كبش فداء يتحمل التبعات السابقة وتحمله الازمة إلى نهايتها.

4. **مرحلة انحسار وتقلص الازمة:** وصلت الازمة إلى مرحلة ليست نهائية حيث نضجت واتسعت بعد

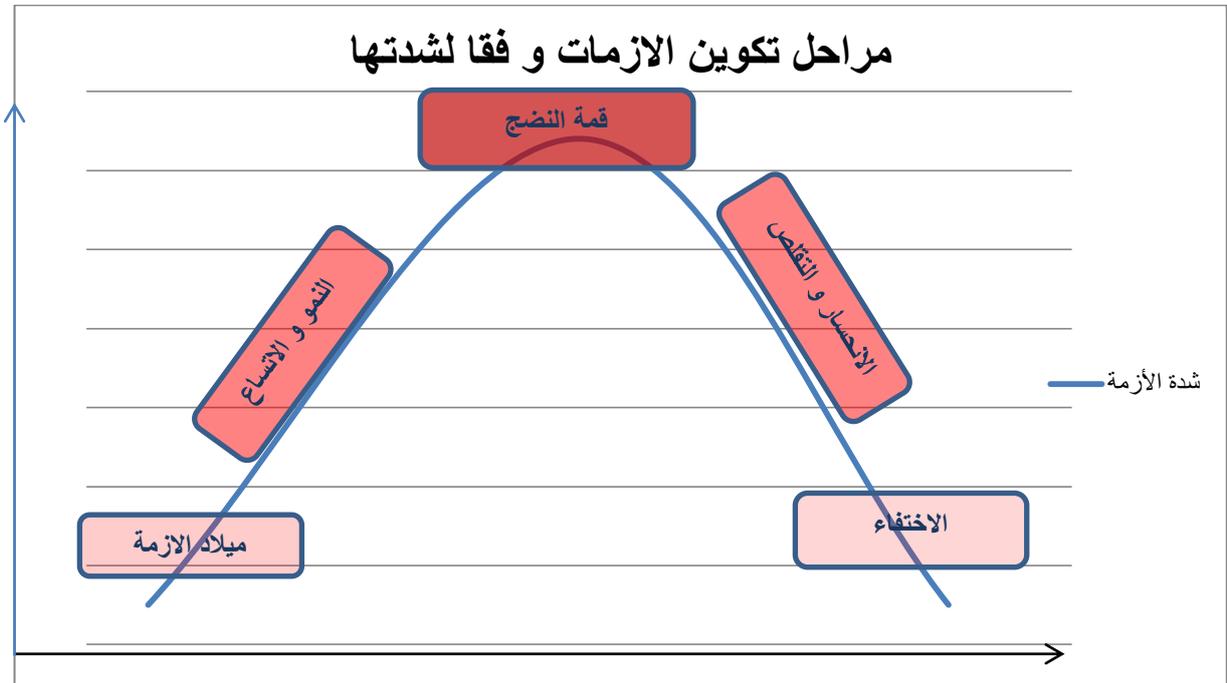
الاعصار الهائج في كل مكان في المرحلة السابقة واصطدمت بالعديد من الصخور فحدث لها نوع من التفتت والانكسار فبدأت تتقلص وتنحسر، لكنها لم تنته بعد، حيث مازالت كالأموج الضعيفة ممكن

ان تعلق حدثها في أي زمان طالما كانت هناك مصادر تغذيتها وتستمد قوتها اذا لم تحقق ما كانت تصبو اليه؛ ولن تنتهي هذه الامواج ولن تستقر إلى اذا انتهت الازمة ودخلت مرحلتها التالية والاحيرة فإذا ظلت على حالة عدم الاستقرار تلك ظلت توجه المزيد من الضربات للكيان الموجود. قد لا تكون ضربات عنيفة كالسابق ولكن تعطي حالة من عدم الاستقرار ولن تنتهي إلا اذا اختفى هذا الكيان فهو لن يقوى على الصمود امام هذه التوابع المتلاحقة.

5. مرحلة اختفاء الازمة: في هذه المرحلة من دورة حياة الازمة تفقد كل مظاهر قوى الدفع المولدة لها وتبدأ في التلاشي وينتهي الاهتمام بها ويختفي الحديث عنها الى تاريخ سبق ان حدث ولكن انحسر وانتهى.

مما سبق يمكن تلخيص مراحل الازمة في الشكل الموالي:

الشكل (01): مراحل الازمات وفقا لشدتها



المصدر . من اعداد الباحث

**الفرع الثالث: تصنيف الازمات:** يمكن تصنيف الازمات على حسب عدة اعتبارات :

1. **حسب النطاق الجغرافي:** يمكن ايجاد ازمات محلية تبدأ من الدولة ثم تنتشر إلى دول اخرى كأزمة جنوب شرق آسيا، أو ازمات عالمية تبدأ من دول اخرى لتصل إلينا، ومن ثم هناك ازمات داخلية تبدأ وتنتهي داخل الاقليم.
2. **حسب المستوى:** نتكلم هنا عن المستوى الكلي أو الجزئي لنظام معين فإذا تحدثنا عن ازمة اقتصادية فقد تمس قطاع اقتصادي معين فنحن نتكلم عن ازمة جزئية اما اذا كانت تمس النظام الاقتصادي ككل فنحن نتكلم عن ازمة كلية أو شاملة للنظام الاقتصادي.
3. **حسب العمق:** أي شدة وقوة الازمة فقد تكون الازمة سطحية يمكن معالجتها بسهولة نوعا ما فهي تمس جانبا ظاهرا، اما اذا كانت الازمة عميقة فهي تمس مختلف عناصر النظام المتشابكة فيما بينها وهنا تكون الصعوبة اكثر لمعالجتها.
4. **حسب التكرار:** أي دورية الازمة، فقد تتكرر الازمة بنفس المواصفات تقريبا التي ظهرت بها من قبل وهنا تكون عند متخذ القرار فكرة عن كيفية معالجتها فهي تحدث في دورات اقتصادية قد يسهل التنبؤ بها، وهناك ازمات غير متكررة تظهر فجأة ويصعب التنبؤ بها مثل احميار الاسواق الامريكية بسبب احداث 11 سبتمبر 2001.
5. **حسب المضمون:** تختلف الازمة حسب المجال الذي تحدث فيها فقد تكون ازمة سياسية أو اجتماعية أو أمنية أو ازمة اقتصادية التي بدورها قد تنقسم إلى ازمة مالية صناعية فلاحية... الخ.

### المطلب الثاني: الازمات المالية، خصائصها وانواعها

الازمة المالية هي نوع من الأزمات التي قد يعرفها العالم و لها خصائص معينة يمكن ان نوضحها على النحو التالي:

#### الفرع الأول: تعريف الازمة المالية

لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة ازمات مالية ارتبطت بالظروف السائدة خلال تلك المرحلة منها أزمة الكساد الكبير خلال الفترة(1929-1933) المرتبطة بالفكر الكلاسيكي آنذاك، كما تعرضت بورصة نيويورك سنة 1987 إلى الانهيار بخسارة قدرها 500 مليار دولار، ثم المكسيك سنة 1994 وغيرها من البورصات إلى غاية الازمة التي بدأت معالمها منذ فبراير 2007 إلى سبتمبر 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية .

إذن ونحن نتكلم عن الازمات المالية العالمية لابد وان نلقي نظرة عن اهم التعاريف التي اطلقت عن هذا المصطلح أي الازمة المالية العالمية:

✓ "فيقصد بها التدهور الحاد في الاسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من ابرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا على التدهور الكبير في قيمة العملة، وفي اسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الانتاج والعمالة، وما ينجم عنها من اعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية والدولية وعادة ما تحدث الازمة بصورة مفاجئة، نتيجة لأزمة الثقة في النظام المالي، ومسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة في الداخل يرافقتها توسع مفرط وسريع في الاقتراض"<sup>1</sup>.

✓ كما تعرف بأنها "انخفاض في الاسواق المالية مصحوبا بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"<sup>2</sup>.

✓ هناك من يعرفها على أنها: تتمثل في الاضطراب الذي يحدث في الأوراق المالية، ويتميز هذا الأخير بانخفاض في اسعار الأصول، واعسار المدينين والوسطاء، وهذا الاضطراب ينتشر عن طريق تشعب النظام المالي، ويعمل على اتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعالية رؤوس الأموال في الاقتصاد.<sup>3</sup>

✓ تعرف بأنها: تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الاصول المالية، التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الاصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة، من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الافراد والشركات، وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على اسعار باقي الاصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليون مثل البنوك.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الحسيني عرفات تقي الدين، " التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص:200.

<sup>2</sup> السيد عبد الحافظ البدوي، " ادارة الاسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي للنشر، القاهرة 1999، ص:37.

<sup>3</sup> Girardin Eric;" **Finance internationale l'etat actuel de la theorie**". edition economica,paris1992; p:409

<sup>4</sup> الشراوي عبد الحكيم مصطفى، "العولمة المالية وإمكانيات التحكم \*عدوى الازمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية 2005، ص:32

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الازمات مهما اختلف شكلها، يمكن أن نلخص بعضها

فيما يأتي:<sup>1</sup>

- ✓ التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- ✓ المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المنظمات والأفراد.
- ✓ نقص المعلومات وعدم دقتها.
- ✓ ان مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة .
- ✓ انها تسبب في بداياتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضاعف امكانيات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها.
- ✓ ان تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمعالجة الأحداث المتسارعة، كونها تؤدي إلى ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها .
- ✓ بما أن الأزمة تمثل تهديدا لحياة الانسان، وممتلكاته ومقومات بيئته فان معالجتها تعد واجبا مصيريا.
- ✓ ان مواجهتها يستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة عن التغيرات المفاجئة.
- ✓ ان مواجهة الازمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والامكانيات وحسن توظيفها في اطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمّن التنسيق والفهم الموحد بين الاطراف ذات العلاقة.
- ✓ تشكل تهديدا للمبادئ الاساسية التي يقوم عليها النظام، وتؤدي إلى حالة من القلق والتوتر، الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار ويجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة.

<sup>1</sup> أوكيل نسيم، " دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الازمات المالية"، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 1، جوان 2007، ص:02

### الفرع الثالث :اصناف الازمة المالية

يمكن تصنيف الازمات المالية إلى اربعة أصناف:

#### أولا :أزمة النقد الأجنبي

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطها أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.<sup>1</sup>

#### ثانيا :الأزمة المصرفية.

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك أو إخفاق البنوك إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقاسم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتنا أطول من أزمات العملة، ولها أثر كبير على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الستينيات بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أضحت أكثر شيوعا منذ السبعينيات وتحدث بالتزامن مع أزمة العملة.<sup>2</sup>

#### ثالثا :أزمة الديون

تحدث أزمة الديون، عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقف عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري ( خاص) أو دين سيادي ( عام) كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.<sup>3</sup>

#### رابعا :ازمة اسواق المال (حالة الفقاعات):

تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعات، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الاسواق المالية، ويصاب اصحاب الأوراق المالية بالذعر فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الاسعار، وهذا ما يجعلنا امام ازمة الاسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% لمدة ثلاثين متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ وسريع لأسعار الاسهم والسندات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الازمة المالية الآسيوية، 2014/04/15، [http://www.marefa.org/index.php/1997\\_الآسيوية\\_المالية\\_الأزمة](http://www.marefa.org/index.php/1997_الآسيوية_المالية_الأزمة)

<sup>2</sup> الأزمة المالية الآسيوية، مرجع سبق ذكر

<sup>3</sup> المرجع السابق .

<sup>4</sup> كمال رزق وعبد السلام عقون، " سياسة ادارة الازمة المالية العالمية "، مكتبة المجتمع العربي، عمان، ط1 2011، ص:26.

### المطلب الثالث: ازمة الرهن العقاري 2008 نموذجاً

في سبتمبر 2008 انفجرت أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 ، بدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليشمل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنكاً.

#### الفرع الأول: التسلسل التاريخي للازمة:

ظهرت المعالم الأولى لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية العام 2007 حيث تجمعت عدة أسباب لذلك من ندرة للسيولة في الأجهزة المصرفية العالمية، ثم الانكماش في قطاع العقارات بالولايات المتحدة الأمريكية، والمخاطرة المرتفعة في الإقراض والاقتراض، وقد ظهرت الأزمة بصورتها المخيفة عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات وأخذت التسلسل التالي<sup>1</sup>:

\* فيفري 2007: الولايات المتحدة تشهد ارتفاعاً كبيراً في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

\* جوان 2007: مصرف الاستثمار الأمريكي Stearns Bear، هو أول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

\* أوت 2007: شهدت البورصات تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة، فقرر البنك المركزي الأوروبي منح قروض جديدة للنظام البنكي بمبلغ 130 مليار دولار أمريكي، وبالمقابل قام الاحتياطي الأمريكي بنفس الخطوة وبمبلغ 24 مليار دولار تلاها بنك اليابان بمبلغ 8.4 مليار دولار. كما تدخلت العديد من البنوك الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

\* سبتمبر 2007: أنقذ البنك المركزي نورثرن روك من الانهيار حيث كان يواجه انقراضاً بنكياً تمثل في إسراع مودعيه جماعياً لسحب ودائعهم منه في 14 سبتمبر 2007، وهي الظاهرة الأولى من نوعها في بلد شمالي منذ حوالي قرن، قبل أن تقوم الحكومة بتأميمه في فيفري 2008 .

\* أكتوبر 2007: مصرف يو بي إس السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ 4 مليار فرنك.

لمياء بوعروج، "الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث، والتداعيات على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"،<sup>1</sup> الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدليل البنوك الإسلامية، جامعة الامير عبد القادر، 05-06 ماي 2009، ص: 09

تجاوزت هذه التدخلات في مجموعها 350 مليار دولار خلال خمسة أيام فقط، وهدفت لتفادي حدوث نقص في السيولة ووقف انهيار أسعار البورصات التي برزت بعد توقيف نشاط العديد من صناديق المضاربة بالبنك الوطني لباريس BNP- Paribas الذي قام بتوظيفات في العقار.

\*جانفي 2008 :يوم ذعر جديد للمالية الدولية، بعد اكتشاف الاحتيال الذي ذهب ضحيته بنك Société générale الفرنسي لتنهيار البورصات .

-7.2% فرانكفورت، -6.6% ساو باولو، -6.3% باريس،

-5.5% لندن، -5.4% مكسيكو -5.1% شانغهاي، -3.9% بطوكيو،

\*جانفي 2008 : الخزينة الفدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى 3.5% وهو إجراء وصفه الخبراء بأنه ذو بعد استثنائي.

\*مارس 2008 : الخزينة الفدرالية الأمريكية تقول إنها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.

\*مارس 2008 : العملاق المصرفي الأمريكي Chase JP Morgan يعلن شراءه لمصرف Bear Stearns، الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفدرالية الأمريكية.

\*أفريل 2008 :نسبة الفائدة تواصل انخفاضها التدريجي إلى 2%منذ جانفي 2008.

\*جويلية 2008 : الضغط يشتد على مؤسستي Freddie Mac و Fannie Mae الأمريكيتين المتخصصةين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري وهاتين الأخيرتين تمولان نصف القروض العقارية في السوق الأمريكية.

\*سبتمبر 2008 :بنك عالمي هو Lehman Brothers أعلن إفلاسه وهو البنك العالمي ذي المرتبة الرابعة بين أكبر بنوك الاستثمار ويعتبر أيضاً من أكبر ممولي العقار.

الفرع الثاني : الأسباب المباشرة للأزمة : إن أزمة 2008 وكغيرها من الازمات السابقة لم تأت من العدم بل كان لها عدة اسباب، قسمها بعض الاقتصاديين إلى اسباب مباشرة واخرى غير مباشرة، فاما المباشرة فتتمثل في:<sup>1</sup>

### 1-القروض العقارية الرديئة :

توسعت المؤسسات المالية في تقديم القروض حتى بدون ضمانات حقيقية نتيجة تنافسها على تحقيق أكبر ربح ممكن، وأوجدت من أجل ذلك وسائل متعددة في صورة قروض قصيرة الأجل، وبعد 2001 روجت المؤسسات المالية للقروض العقارية، فأقبل الناس بشكل كبير للحصول على القروض العقارية ذات معدلات فائدة متغيرة بضمان العقار، ولقد بلغت البنوك في تقديم هذه القروض حتى على حساب احتياطياتها القانونية في ظل غياب الدور الرقابي للبنك الفدرالي، وقد عجزت العائلات الأمريكية عن دفع أقساط القروض التي زادت قيمتها بسبب ارتفاع سعر الفائدة، وفي المقابل تراجعت قيمة العقارات بسبب حدوث حالة التشبع التي نتج عنها نقص في السيولة لدى البنوك، وبالتالي عجزت عن دفع أموال المودعين الذين تحافتوا على طلبها من البنوك .

2-غياب الرقابة : ادى غياب الرقابة على اعمال المؤسسات المالية إلى عدم تقديم المعلومات الحقيقية عن هذه المؤسسات بالإضافة إلى قيامها بتعاملات انعكست سلبا على أدائها، ومنه الأسواق المالية بصفة عامة، وقد ادى نقص أو غياب الرقابة الى:

ا-ضعف الشفافية: يتجلى ذلك في قيام البورصات والبنوك في التستر على خسائرها، وعدم اظهار المعلومات الصحيحة في قوائمها المالية.

ب-فساد الادارة العليا: وهو واقع الكثير من المؤسسات مما جعلها لا تهتم كثيرا بالقواعد المصرفية، وأصبحت تبحث عن أكبر ربح، فأفرطت في تقديم القروض للأفراد وخاصة في صيغة الرهن العقاري.

ج-فساد وكالات التقييم: هذه الوكالات مهمتها الأساسية تقييم الجدارة الائتمانية، وقد انتشر الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية، بحيث أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك (استثمارية وتجارية)، شركات التأمين، شركات اعادة التأمين، شركات التمويل العقاري والقطاع المالي بأكمله.

<sup>1</sup> كمال رزق وعبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص: 149-168

### 3-استخدام أدوات مالية عالية الخطورة

إلى جانب تطوير الأدوات التقليدية -لتكون أكثر ملائمة للتعاملات الدولية، ظهرت أدوات مالية أخرى أكثر تطورا، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أ- المشتقات المالية: وهي التي كنا قد أشرنا إليها سابقا.
- ب- الأدوات المستندة: هي عملية تحويل الأصول المصرفية التقليدية، ولا سيما القروض والرهنات إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الاسواق المالية .
- ت- التعامل بالهامش: هو عبارة عن شراء الاسهم والسندات أو البضائع على أساس دفع جزء من قيمتها نقدا، وأن يفترض الجزء الاخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه، وهذا بهدف شراء اكبر كمية من الأوراق المالية تفوق قيمة سيولته، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة كضمان للقرض<sup>1</sup>.

إن العمليات المذكورة اعلاه شجعت عمليات المضاربة في الاسواق وساهمت في الاحتلالات والهزات التي مست الاسواق المالية عبر العالم، وأدت إلى خسائر وأرباح عدة، لتصبح هذه الاسواق وكأنها اسواق مقامرة، فصارت 75% من العمليات التي تتم في الاسواق المشتقة الغرض منها المضاربة، مما أدى إلى تحول الأزمة من أزمة الرهن العقاري إلى ازمة مالية بعدما قامت البنوك بإصدار أوراق مالية بضمان تلك القروض.<sup>2</sup>

#### الفرع الثالث: الاسباب غير المباشرة

بالإضافة إلى الاسباب المباشرة في ازمة 2008 هناك مجموعة من الاسباب ساهمت بطريقة غير مباشرة في هذه الازمة، نختصرها فيما يلي:

#### 1. اختلال على مستوى الاقتصاد الكلي: يتمثل اساسا في

- أ. ارتفاع حجم السيولة العالمية: مما شجع على زيادة عمليات المضاربة واتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي والمالي. فقد ارتفعت قيمة رؤوس الاموال المستخدمة في المشتقات المالية من 1000 مليار دولار سنة 1980 إلى 1406900 مليار دولار سنة 2008.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رضوان سمير عبد الحميد، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها "، دار النشر للجامعات، مصر، ط 1 2005، ص:239

<sup>2</sup> كمال رزق وعبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص:156

<sup>3</sup> Yvan Mayeur et autre ; "**Crise mondiale des marché financiers**"; [www.ps.be/\\_iusr](http://www.ps.be/_iusr); institut emile vandervelde; septembre 2008; p:4

ب. زيادة مستويات التضخم: حيث بلغ نحو 4% وكان بسبب ارتفاع اسعار المواد الاولية وعلى رأسها البترول، اضافة إلى ارتفاع الانفاق الامني والعسكري في الداخل والخارج نتيجة التوترات التي شهدها العالم.<sup>1</sup>  
ت. ارتفاع اسعار الفائدة: مع بداية سنة 2004 اتجهت اسعار الفائدة نحو الارتفاع وذلك بالتوازي مع زيادة مستويات التضخم إلى ان وصلت إلى اعلى معدلاتها سنة 2007، مما أدى إلى زيادة خدمات الدين كما عرفت اسعار الفائدة بين البنوك ارتفاعا كبيرا بعد ازمة الرهن العقاري، مما أدى إلى تفاقم وضع الكثير من البنوك.<sup>2</sup>

ث. تراجع اداء الاقتصاد الامريكي: فقد وصل معدل نمو الناتج الوطني الامريكي إلى الصفر خلال الثلاثي الثالث من سنة 2008، كما ارتفع عبء المديونية من 5 تريليون دولار سنة 2000 إلى 10 تريليون دولار سنة 2008.<sup>3</sup>

ج. ارتفاع اسعار المواد الأولية: مما أدى إلى ارتفاع فاتورة العائلات مما ساهم في عجزها عن تسديد اقساط القروض العقارية وبالتالي انفجار الأزمة.

2. اختلال النظام المالي: ان تجنب الازمات المالية يعني ان يكون هناك استقرار في النظام المالي والعكس صحيح، أي أن اختلال النظام المالي سيؤدي إلى ظهور ازمات تختلف حدتها بحسب عمق هذا الاختلال، فكفاءة النظام المالي وتوفر الشفافية والمصدقية والاشراف والرقابة عليه هي عناصر توفر الثقة والاستقرار لهذا النظام إلا انها افتقدت خلال الأزمة من خلال:

✓ غياب الاشراف والرقابة على البنوك أو ضعفها في الو.م.أ رغم أنها أحد الدول الموقعة على اتفاقية بازل للرقابة المصرفية.

✓ التوسع في الائتمان بضمانات ميسرة ودون الاستناد إلى قدرة المدين على السداد.

✓ السماح بالاقتراض من أجل المضاربة في الاسواق المالية، مما شجع على زيادة الاقتراض، وكثرة المضاربة.

✓ النمو الكبير للمضاربة مما أدى إلى ارتفاع اسعار الأوراق المالية دون وجود أي مبرر اقتصادي.

\*مما سبق يبدو لنا أن اهم اسباب التي أدت إلى ازمة الرهن العقاري هي اعتماد النظام الرأسمالي على الفوائد الربوية من جهة والمضاربات الغير الشرعية وما تحتويه من ممارسات غير اخلاقية من غرر وتدليس وصورية في العقود.

<sup>1</sup> Nout Wellink ، " the role of financial imbalance in the setting of monetary policy lessons from the current crisis" ، [www.bis.org/review](http://www.bis.org/review) ;Amsterdam; june 2008; p1

<sup>2</sup> Patrick Artus et autres ، " La crise des subprimes" ; ladocumentationfrançaise; paris 2008; p:19.

<sup>3</sup> فلاح شفيق، " النشاط الربوي والازمات المالية" ، [www.alnoor.se/extra](http://www.alnoor.se/extra) ، لندن 2008، ص:04.

## المبحث الثاني : المضاربة في الأوراق المالية بين المرغوب والمرفوض

يجني العديد من الافراد اموالا طائلة و أحيانا خسائر فادحة في البورصة من خلال قيامهم بعمليات المضاربة بطرق مختلفة، إلا أن المضاربة سلاح ذي حدين، قد يكون لها دور ايجابي في الاقتصاد وقد يكون لها دور سلبي حسب الاسلوب الذي طبقت به.

### المطلب الأول : ماهية المضاربة المرغوبة ودورها في الاقتصاد

#### الفرع الأول : ماهية المضاربة

ان تعريف المضاربة عرف اختلاف بين الباحثين والكتاب من حيث دورها في سوق الأوراق المالية ومختلف الاسواق بشكل عام، فمنهم من يرى ان للمضاربة دور اقتصادي كبير في الحفاظ على توازن السوق وامداده بالسيولة، والتنبؤ بالتطورات الاقتصادية، فيما يراها آخرون انها اداة من ادوات المقامرة كونها تقوم على المخاطرة من خلال شراء الورقة المالية والمضاربة على ارتفاعها من اجل تحقيق ارباح وفي حالة انخفاض سعرها فانه سوف يتحمل المضارب خسائر، وهناك فئة اخرى تقف موقفا وسطا فتري ان "المضاربة كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسد الطعام"<sup>1</sup>

فيعرف Daniel Szpiro المضارب فيكتب "المضارب هو ذلك الشخص الذي يأخذ موقعا في السوق محاولا الاستفادة من تحقق توقعاته الخاصة بتغير الاسعار"<sup>2</sup>

فحسب هذا التعريف فإن كل من يقتني سلعة في السوق سواء كانت بضائع أو أوراق مالية بنية الاستفادة من توقعاته فانه يعتبر مضاربا، فنلاحظ ان هذا التعريف قد اهمل عامل الزمن فيما كان الهدف المنتظر هو في الاجل القصير ام البعيد، حيث ان عنصر الزمن جد هام كي نفرق بين المستثمر والمضارب.

اما في الموسوعة الاقتصادية لعمر حسين فنجد ان المضاربة قد عرفت على انها " شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر اعلى في وقت آخر"<sup>3</sup>

كما يرى الدكتور احمد صالح البربري ان المضاربة تعتبر غير مشروعة في حالة ما اذا تدخل المضارب بأفعال من شأنها احداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الاسعار، فتعتمد المضاربة في هذه الحالة على طرق احتيالية

<sup>1</sup> حازم الببلاوي، " دور سوق الاسهم في الاقتصاد الكويتي"، مؤتمر تطوير سوق الاسهم بالكويت، غرفة تجارة وصناعة الكويت، نوفمبر 1981، ص: 20

<sup>2</sup> Daniel Szpiro، " Economie Monétaire et Financière"، Boek université، bruxelles، Belgique 2009، p:368.

<sup>3</sup> عمر حسين، "الموسوعة الاقتصادية"، دار الفكر العربي، القاهرة، ط4 1992، ص: 440.

للتلاعب في الاسعار واحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة بغرض الاستفادة من فروق الاسعار.<sup>1</sup>

المضاربة في الاقتصاد :عملية بيع أو شراء، يقوم بها أشخاص خبراء بالسوق، للانتفاع من فروق الأسعار، ويقال : ضارب في الأسواق : اشترى في الرخص، وترّص حتى يرتفع السعر ليبيع، وقد يهبط فتحدث الخسارة<sup>2</sup>.

من التعاريف أيضاً أنها :عملية بيع وشراء صوريين، للاستفادة من فروق الأسعار<sup>3</sup>.

منها :بيع أو شراء صوريين، لا بغرض الاستثمار، ولكن الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية من ناحية أخرى<sup>4</sup>.

اذن ومما سبق يمكن تعريف المضاربة بشكل عام على انها "عمليات بيع فشرء أو العكس في الزمن القصير، يسعى من خلالها المضارب للاستفادة من تحقق توقعاته المتعلقة بارتفاع أو انخفاض السعر، على ان تكون تلك التوقعات مبنية على معلومات ومعطيات وتحليل معينة".

#### الفرع الثاني: الدور الاقتصادي المنتظر من المضاربة المشروعة

ان الحديث عن المضاربة المشروعة يقودنا للحديث عن تلك المضاربة الشفافة المبنية على دراسة وتحليل المعطيات المتوفرة للمضارب سواء كانت رسومات بيانية أو اشاعات، ولسنا بصدد الحديث عن المضاربة التي يلجأ ممارسوها إلى مجموعة من الخدع والاحتيال لتحقيق ارباح غير عادية على حساب الآخرين.

فالمضاربة تهدف إلى تحقيق ارباح املا في تحقق توقعاتنا، وهو نفس الهدف الذي نجده في مختلف المشاريع الاستثمارية التي تسعى لشراء اصول املا في بيعها بسعر اعلى، ويرى الكثير من الكتاب الاقتصاديين ان المضاربة هي اساس التعامل في البورصة وبالتالي دوران العجلة الاقتصادية وسنوضح فيما يلي كيف يتم ذلك:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صالح احمد البربري، "المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية : دراسة قانونية مقارنة"، مؤتمر اسواق الأوراق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2007، ص:4

<sup>2</sup> صالح احمد البربري، "الممارسات غير مشروعة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة، القاهرة، ط1، 2001، ص:278.

<sup>3</sup> عبد الكريم الخطيب، "السياسة المالية في الإسلام"، دار المعرفة، بيروت، ط2، 1975م ص:183.

<sup>4</sup> أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة ام القرى، المملكة العربية السعودية 1989، ص: 484.

<sup>5</sup> صالح احمد البربري، مرجع سبق ذكره، ص: 12-20

1. **الموازنة بين العرض والطلب:** من بين الادوار التي يمكن ان تتحقق من خلال عمليات المضاربة والتي يقوم بها العديد من المضاربين هو خلق التوازن بين العرض والطلب وبالتالي استقرار الاسعار، ففي حالة ما إذا انخفضت الاسعار على احدى الادوات المالية مثلا، يتدخل المضاربون من خلال قيامهم بالشراء، مما ينتج عنه الحد من استمرار الانخفاض بعد زيادة الطلب، نفس الشيء عند ارتفاع الاسعار، فتدخل المضاربين من خلال عمليات بيع ما يمتلكون من أوراق سيسمح بإيقاف الارتفاع الحاصل في الاسعار من خلال زيادة العرض.
2. **تنشيط حركة السوق:** للمضاربة دور كبير في رفع عمليات التداول وتشجيعها وتوفير السيولة، حيث ان المضاربين يهدفون للحصول على الربح مستغلين فرق الاسعار، فيقومون بالبيع أو الشراء عند اقل تغيير في السوق، فيتسع نطاق المعاملات ويزيد نشاط السوق وتزداد مرونتها وتتحقق لها صفة الاستمرار، الامر الذي يؤدي إلى سهولة تحويل الصكوك إلى سيولة والعكس دون احداث هزات عنيفة في الاسعار، وتعتبر سرعة تحول الصكوك إلى سيولة ميزة جذب لا تصلح سوق الأوراق المالية بدونها .
3. **تغطية الاكتتاب العام:** ان اصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركات المعروفة وذات ثقة بالنسبة للجمهور لا تجد اشكالا في تغطية الاكتتاب العام، لكن في حالة المنشآت غير المعروفة ستجد اشكالا في تغطية الاكتتاب بسبب تخوف جمهور المستثمرين وجهلهم بهذه الشركات، عندئذ يقوم المضاربون بشراء هذه الاسهم التي لم يستنفذها الاكتتاب ويحتفظون بها إلى ان يبيعوها في نهاية الامر يبعها راجحا إلى المستثمرين عندما تتوافر ثقتهم فيها.

المطلب الثاني: المضاربة غير المشروعة والتلاعب في سوق الأوراق المالية:

ان مختلف الازمات التي مرت بها البورصات العالمية والأسواق المالية بصفة عامة، كان من بين اهم اسبابها عمليات المضاربة، وعند الحديث عن المضاربة فإننا نتحدث عن المضاربة غير المشروعة أو غير الاخلاقية، والتي يقوم بها المضاربون الغير شرعيين، الذين يلجئون لطرق ملتوية وحيل لأجل توجيه السوق بالطريقة التي يرغبون بها وبالتالي تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب الآخرين.

**الفرع الأول: صور المضاربة غير المشروعة:** بالعودة إلى التلاعبات في سوق الأوراق المالية فإننا نجد صور متنوعة ومتعددة لعمليات التلاعب والخداع، بل ومتجددة يلجأ إليها المضاربون غير الشرعيين، ويمكن ذكر أبرز هذه الصور المشهورة للتلاعب على النحو الآتي:

### 1. البيع الصوري:

يقصد بالبيع الصوري أو المظهري؛ خلق تعامل مظهري على سهم ما في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، ومن صور البيع الصوري:<sup>1</sup>

أ- قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لابنه أو احد افراد عائلته، او ان يقوم ببيع وشراء الورقة نفسها في نفس اليوم، وذلك بالاتفاق مع شخص ما على ان يبيعه الورقة ويشترها منه في نفس اليوم بسعر أكبر أو اقل حسب الاتفاق، والهدف من وراء ذلك هو ايهام المتعاملين بان هناك تداولاً وحركة نشطة تجري على تلك الورقة، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق ارباح على حساب خسارة الآخرين.

ب- كما يمكن للمضارب المخادع ان ينتهز فرصة ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع اشخاص آخرين ليبيعه لهم صوريا بسعر اعلى من السعر الجاري، ثم يقوم في نفس اليوم بإعادة بيعها له، وهو ما سيؤدي إلى زيادة التعامل على تلك الاسهم وبالتالي سيعتقد المتعاملون في السوق ان هذا مؤشر على تحسن ظروف المنشأة المصدرة لها، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها، والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية، فيقوم المضارب المخادع ببيع ما يملك منها بالسعر المرتفع فيحقق ارباحاً مضاعفة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم المندي، "إدارة الاسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص: 541-542

ت- كما يمكن استخدام البيع المظهري لتحقيق المزيد من الارباح، عن طريق التهرب الضريبي، ويحدث ذلك عندما يقوم المضارب أو المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به، محققاً خسائر دفترية تخصم من إيراداته أي تقلص من وعائه الضريبي، وبالتالي التقليل أو تفادي الضريبة على ارباحه المحققة.

## 2. الاحتمار والعروض الوهمية :

أ- الشراء بغرض الاحتمار: يقصد بالشراء بغرض الاحتمار: قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتمار يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، أو للانفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرة للأوراق المالية. وقد يحدث الاحتمار من شخص بمفرده أو بالتعاون مع أعوانه أو أفراد أسرته.<sup>1</sup>

في بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتماري في شراء الاسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف، حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحاً مضموناً، لأن البائع على المكشوف يقوم ببيع ثم شراء الأسهم مستفيداً من هبوط سعر الورقة المالية، فيقوم باقتراض حصة أسهم من السمسار ويبيعها لاحقاً. وينبغي على البائع على المكشوف أن يشتري لاحقاً حصة من نفس السهم في السوق من أجل استبدال الحصة التي تم اقتراضها<sup>2</sup>. لكن في ظل احتكار المضارب الاحتماري لتلك الاسهم مما يؤدي لارتفاع سعرها من جهة، ومطالبة المقرض لأسهمه، فإنه سيضطر إلى دخول السوق مشترياً بالسعر المرتفع الذي يتحكم فيه المحتكر وبالتالي تحقيق خسائر قد تكون جد كبيرة.

## ب- العروض الوهمية:<sup>3</sup>

تم هذه الطريقة قبل افتتاح السوق المالي للتداول بساعة أو نصف ساعة حيث يعمل المضارب المتلاعب، - الذي يمتلك أسهماً كثيرة في نوع معين من الاسهم- بتقديم عروض بيع بصفقات مختلفة؛ ليوهم المضارب (الجاهل) غير المحترف بأن هذه العروض من أشخاص كثر.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.ص: 542-543

<sup>2</sup> البيع على المكشوف، 2014/04/21، <http://www.gulfbase.com/AR/InvestmentTutorial/SubSection?id=31&SectId=51>

<sup>3</sup> عبد الله بن محمد العمري، "التلاعب في الاسواق المالية: دراسة فقهية"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر

2010، ص.ص: 10-13

الهدف من هذه الطريقة هو إيهام الغير بأنّ السهم عليه تصريف، أو لديه خبر سيء، فيقوم ملاك السهم بعرض أسهمهم للبيع بسعر أقل من سعر المضارب المتلاعب، حتى يغتنموا فرصة البيع أولاً، حتى إذا لم يبق لافتتاح السوق إلا دقائق معدودة، قام بإلغاء أوامر العرض، ثم سحب عروض ملاك الأسهم المخدوعين، فاشتراها منهم، ثم يبدأ السهم بالصعود تدريجياً، فيقوم المتداولون بشرائها مرة ثانية، ثم يقوم المضارب المتلاعب ببيعها عليهم بفارق سعري عالٍ وجديد.

### 3. اتفاقيات التلاعب: <sup>1</sup>

هي الاتفاقيات التي تتم بين شخصين أو أكثر والهدف منها هو احداث تغيرات مفتعلة على اسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق ارباح غير عادية، وقد يتمثل اعضاء هذه الاتفاقيات في السماسرة والعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم احد اطراف الاتفاقية بالعمل والآخر برأس المال، مع امكانية تعيين مدير يتولى تنفيذ هذه الاتفاقية، ويمكن تمييز نوعين من الاتفاقيات:

أ- **اتفاقية المتاجرة:** هي تلك الاتفاقية التي بمقتضاها يسعى من خلالها المتفقون لامتلاك اكبر كمية ممكنة من الاسهم التي تصدرها شركة ما، من خلال بث اشاعات تعطي صورة سلبية عن وضع الشركة، او من خلال استغلال السماسرة الاعضاء في الاتفاقية لثقة عملائهم وحثهم على بيع تلك الورقة، هذا ما يؤدي لزيادة العرض وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى ادنى حد ممكن، وهنا يتدخل المتفقون لشراء الأوراق المعروضة بأقل الاسعار.

الخطوة الموالية للمتفقين هي نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداء الشركة المصدرة للأسهم، ويقوم السماسرة المخادعون باستغلال ثقة عملائهم مرة اخرى بحثهم على شراء تلك الاسهم مما يزيد في الطلب، وبالتالي ارتفاع الاسعار من جديد كما يمكن للمتفقين ان يقوموا بإجراء عدة عمليات للبيع الصوري، حتى يعتقد المتعاملون ان هناك تداول نشط على الورقة المالية، كما قد يساهم في هذه اللعبة ايضا اولئك العاملون بوسائل الاعلام، لنشر انباء الحركة النشطة للورقة المالية.

و عندما يسجل السهم اقصى ارتفاع ممكن في قيمته، يسعى المتفقون ببيع ما يملكون من ذلك السهم بكل هدوء، مما يسمح لهم تحقيق ارباح طائلة على حساب باقي المتعاملين، كما يمكن للمتلاعبين بالقيام بعمليات البيع على المكشوف عندما يكون سعر السهم في طريقه إلى الانخفاض.

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، "ادارة الاسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص:544-546

ب- اتفاقية الاختيار : هي الاتفاقية التي تتضمن عضويتها أعضاء من مجلس إدارة الشركة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية، ويتمثل دورهم هو المساعدة على ابرام صفقة اختيار بينهم وبين الشركة، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة من أسهم المنشأة مستقبلاً، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت ابرام الصفقة.

ثم يقوم المتلاعبون بتسريب معلومات مضللة عن مستقبل مزدهر للشركة، اضافة إلى استغلال السماسرة الاعضاء لثقة عملائهم كما هو الحال في اتفاقية المتاجرة، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم المستهدف. يسارع بعدها المتلاعبون إلى القيام بسلسلة من عمليات البيع الصوري ليرتفع السعر أكثر فأكثر إلى ان يصل اقصاه، وفي هذه الحالة يلجئون إلى تنفيذ حق الاختيار، حيث يعملون على شراء الاسهم بالسعر المتفق عليه ومن ثم بيعها بالسعر السائد محققين ارباحاً كبيرة.

4. **البيع على المكشوف**: تعتبر عملية البيع على المكشوف واحدة من عمليات المعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية. وهي بحق إحدى خطايا النظام المصرفي فقد اعتبر البيع على المكشوف من أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية. حتى وصف رئيس لجنة الأسواق المالية والبورصة الأمريكية " كريستوفر كوكس " المتعاملين به أنهم شريرون ويتحملون اللوم في انهيار الأسهم.

ولاشك في أن البيع على المكشوف يؤدي إلى زعزعة الأسعار في أسواق هي في الأساس غير مستقرة. كما يثير ذعراً في أوساط المتداولين قد يؤدي إلى تفاقم الأوضاع وبالتالي انهيار السوق. ولذا فلقد حظرت لجنة مراقبة عمليات البورصة الأمريكية عمليات البيع على المكشوف في خضم الأزمة المالية في 24 سبتمبر 2008، إلا أنها عادت لترفع هذا الحظر يوم الخميس 9 أكتوبر 2008 بعدما أعلنت الإدارة الأمريكية عن إقرار خطة إنقاذ وول ستريت بقيمة 700 مليار دولار وهو ما لم يشفع لها ففتابع انهيار البنوك كما رأينا سابقاً.

الفرع الثاني: آثار المضاربة الغير مشروعة على الاقتصاد:

ان لجوء المضاربين إلى التلاعبات والحيل والمعاملات غير الاخلاقية التي تساعدهم لتحقيق ارباح شخصية، ستكون حتما على حساب خسائر اخرى سيتحملها الآخرون، وقد ذكرنا في فصلنا السابق ان معظم الازمات ان لم نقل كلها كان من اهم اسبابها المضاربين وتلاعباتهم، و لعل ابرز الآثار السلبية التي تؤدي اليها هذه المضاربة تتمثل في الآتي: <sup>1</sup>

**1. التأثير الضار على مستويات الاسعار:** ان من خصائص السوق المالي الكفاء ان الاسعار السوقية فيها تعكس تماما المركز المالي أو القيمة الحقيقية للشركة، كما تتحدد نتاج لعمليات العرض والطلب، إلا ان لجوء المضاربين إلى التلاعبات خاصة من خلال عمليات البيع والشراء الصوريين أو الوهميين فإن سعر الورقة المالية سيأخذ اتجاه الزيادة والنقصان حسب رغبة المضاربين فيكون هناك طلب وهمي وعرض وهمي، وبالتالي اسعار غير معبرة عن الواقع.

**2. عدم التخصيص الامثل للموارد:** ان عدم عدالة الاسعار يعني ان يتم تقييم أسهم بغير قيمتها الحقيقية، فقد يتم رفع الاسعار في قطاع فاشل وغير منتج مما يوهم المدخرين على ان الاستثمار في هذا القطاع هو احسن قرار يتم اتخاذه وبالتالي توجيه مدخراتهم نحو هذا القطاع واهمال تلك القطاعات المنتجة، مما يعني سوء توجيه المدخرات أو التخصيص السيئ للمدخرات، كما ان معظم اصحاب رؤوس الاموال سيتجهون إلى المضاربة طمعا في الارباح السريعة، ويتخلون عن المشروعات المنتجة.

**3. زعزعة النشاط الاقتصادي:** من اهم الوسائل التي يعتمد عليها المضاربون المخادعون هي الاكاذيب ونشر الاشاعات، التي من شأنها ان تغير في سلوك المستثمرين بين عشية وضحاها، فقد يؤدي نشر خبر سيء إلى زيادة العرض من خلال تخوف اصحاب الاسهم والسندات من تقلبات كبيرة فيلجئون إلى بيع ما يملكون من أوراق مالية دفعة واحدة، أو عند الارتفاع الكبير للأسهم من خلال عمليات المضاربة، فيلجأ المتعاملون إلى بيع استثماراتهم من أسهم وسندات لتحقيق ارباح بسرعة فينهار السوق دفعة واحدة، وتبدأ البنوك في طلب قروضها وتمتنع عن تمويل المشروعات الجديدة مما يؤدي إلى ركود النشاط الاقتصادي.

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، ، ط1، 2009، ص.ص: 93-

4. الآثار التضخمية : تعتبر الآثار التضخمية من الآثار السلبية التي يصعب التخلص منها إلا من خلال اجراءات قاسية، وتظهر هذه الآثار عندما تفرط البنوك التجارية في تمويل عمليات المضاربة، فتتوسع في منح الائتمان مما يشكل ضغوطا تضخمية للاقتصاد المحلي .

5. التوزيع الغير عادل للثروة : يسعى المضاربون دائما إلى تحقيق ارباح غير عادية وضخمة على حساب الآخرين الذين عادة ما يمثلون صغار المستثمرين والذين لا يملكون وسائل كافية لتسيير السوق في صالحهم مما يؤدي بهم في كثير من الاحيان إلى افلاسهم، في حين ان كبار المضاربين يتحكمون في السوق بطرقهم الخاصة وبعلاقاتهم فيدورن رؤوس الاموال في السوق بما يخدم مصالحهم.

### المبحث الثالث :المقامرة والربا ومساهمتها في الازمة المالية العالمية

يقول تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (279) ﴾ \*سورة البقرة\*  
اردت أن ابدأ بهذه الآية حتى أبين حجم الخطر الذي قد يحدق بالأمة الاسلامية حال انتشار آفة الربا فيما بين المسلمين أو بينهم وبين الغير وما قد ينجر من فتن وأزمات.

### المطلب الأول :الربا وآثاره الاقتصادية

#### الفرع الأول :ماهية الربا وانواعها

1. ماهية الربا : يختلف معنى الربا ويتشابه في نفس الوقت تعريف الربا ما بين القاموس اللغوي والقاموس الشرعي.

لغةً : فأما الربا لغةً فيقصد بها النمو والعلو والزيادة ومن هنا جاء لفظ الربوة، وهي تعني الأرض المرتفعة عن مستوى سطح الأرض، فقد جاء في الآية 5 من سورة الحج قوله تعالى ﴿..... وَتَرَى الْأَرْضَ هَامِدَةً فَإِذَا أَنزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ وَأُنْبَتَتْ مِنْ كُلِّ رَوْحٍ يَهِيحُ ﴾ بمعنى نمت وعلت.

شرعا : أما شرعا فقد ذكرت عدة تعاريف منها تعريف عبد الحميد الغزالي بأن "الربا هي زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل بدون عوض يقابلها " وأن عناصر الربا ثلاث :الدين وأجل وزيادة مشروطة<sup>1</sup> .  
كما عرفت الربا بأنها "فضل مال لا يقابله عوض في معاوضة مال بمال"<sup>2</sup>

أي أن الربا شرعا هي الزيادة ولكن في أشياء مخصوصة سيأتي ذكرها

<sup>1</sup> عبد الحميد الغزالي، "سعر الفائدة أو معدل الربح كآلية لادارة النشاط الاقتصادي المعاصر"، ملتقى الفكر الاسلامي الرابع عشر، 12/02-11/30 الجزائر، 1990، ص:02

<sup>2</sup> غريب الجمال، "المصارف وبيوت التمويل الاسلامي"، دار الشروق، ط1، 1978، ص:102.

## 2. انواع الربا :اشتهر عند الفقهاء وفي أغلب المراجع أن الربا ربوا

**1.2. ربا الدين :** أو كما يطلق عليها كذلك ربا النسيئة والنسيئة هي التأخير لغةً، وهي النوع الذي كان متعارفا عليه منذ الجاهلية إلى يومنا هذا، فقد كان العرب في الجاهلية يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدر معيناً، فإذا حل الأجل طوّل المدين برأس المال كاملاً فإن تعذر الأداء اتفقوا على الزيادة في الأجل مع زيادة في قيمة الحق فيقال للمدين أتقضي أم تربي.<sup>1</sup>

## 2.2. ربا البيوع : وينقسم بدوره الى:

**أ. ربا الفضل :** هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة على أن يكون التبادل في المجلس أي دون تأخير وقد ورد في الحديث الشريف الأصناف الستة وهي: الذهب والفضة والبر (القمح) والشعير والتمر والملح.

منه يمكن تقسيم هذه الاصناف إلى: نقود تستعمل في التثمين وتقييم الاشياء وطعام وبالتالي فإن أي بيع لهذه الاصناف أو المبادلة بنفس الجنس فهو ربا فضل.<sup>2</sup>

**ب. ربا النسيئة :** هو الزيادة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل وهذا يخص البيوع التي ذكرناها سابقا وهي الأثمان والأطعمة فلا يجوز أن تباع إلا يدا بيد ومثلاً بمثل.<sup>3</sup>

قوله يدا بيد أي عدم التأجيل وفي هذا يقول رسول الله ﷺ "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، يدا بيد، فمن زاد أو استزاد فقد أربى الآخذ والمعطي فيه" رواه مسلم.<sup>4</sup>

## الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية للفوائد الربوية :

يعيش مجتمعنا الحالي أو اقتصادنا العالمي من خلال الكبيرة للمواد وعناصر الانتاج وخاصة عنصر رأس المال الذي اعتبره عصب الحياة الاقتصادية وحتى الاجتماعية، إلا أن هذا العنصر اصبح يتحكم فيه مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كانت بنوك أو مؤسسات مالية متخصصة أو بورصات تعمل على جذب اصحاب أو مالكي رؤوس الأموال (ذوي الفائض المالي) للاستفادة من فوائضهم المالية وتوفيرها لأولئك المستثمرين أو الافراد أصحاب العجز

<sup>1</sup> "انواع الربا وحكم كل نوع"، مجلة البحوث الاسلامية، [www.alifta.net](http://www.alifta.net)، السعودية، 07 جوان 2012

<sup>2</sup> مصطفى حسين سلمان وآخرون، "المعاملات المالية في الاسلام"، دار المستقبل، عمان-الاردن، 1990، ص:32

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص:33

<sup>4</sup> مسلم بن الحجاج بن مسلم القشيري النيسابوري، تحقيق محمد الفارياي ابو قتيبة، "صحيح مسلم"، دار طيبة، مج2، الرياض-السعودية ط1، 2006،

المالي ويكون هذا التشجيع على الادخار أو الاستثمار المالي الغير مباشر بالاعتماد على عنصر الفوائد الربوية، فيتحصل اصحاب الفوائد على فوائد مالية دون أي جهد أو مخاطرة خلال فترة أو فترات متتالية وهي ما يسمى بالربا، فما تأثير هذه الفوائد الربوية على الاقتصاد الوطني.

### 1. التأثير على توزيع الثروة : إن قيام الاقتصاد على فكرة الفوائد الربوية والتي يستفيد منها اصحاب المال

أو الفوائض المالية، ستؤدي إلى تركيز المال وسيورته باتجاه واحد هو جهة المقرضين، في حين أن الطرف العاجز سيكون ملزماً بدفع قيمة القرض اضافة إلى الفائدة الدورية، وتأييداً لهذا المعنى يقول الدكتور شاخت الألماني الجنسية والمدير السابق لبنك الرايخ الألماني (Reichs bank) في محاضرة له بدمشق سنة 1953 "إنه بعملية غير متناهية يتضح أن جميع مال الارض صائر إلى عدد قليل جدا من المرابين، ذلك لان المرابي يربح دائماً في كل عملية بينما المدين معرض للربح والخسارة ومن ثم فإن المال كله في النهاية لابد وبالحساب الرياضي أن يصير إلى الذي يربح دائماً"<sup>1</sup>.

### 2. التضخم : ان ظاهرة التضخم تتجلى اساسا في انخفاض القوة الشرائية للنقود المقترضة أو ارتفاع الاسعار

أو الزيادة في الكتلة النقدية، ومن اسباب الظاهرة زيادة كمية النقود نتيجة زيادة حجم الاقراض بفائدة، ويرى علماء الاقتصاد ان التضخم يحدث عندما تزداد كمية النقود حيث يزيد الطلب الكلي على السلع والخدمات أكثر من العرض الكلي لها، مما يؤدي إلى زيادة الاسعار، فمن عيوب النظام النقدي المعاصر وجود خلل بين كمية النقود وكمية السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع الاسعار وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة كمحاولة من الحكومة لامتناس النقود من السوق، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف السلع والخدمات ثم ارتفاع السلع مرة اخرى<sup>2</sup>

### 3. البطالة : إن أكبر مشكلتين يعاني منهما الاقتصاد الرأسمالي هما مشكلتي البطالة والتضخم، وتناسب

معدلات التضخم عكسا مع البطالة إلا انها تتناسب طردا في حالة الركود التضخمي الشائع في البلدان النامية خاصة اين يكون هناك نمو بطيء جدا مقابل ارتفاع في الاسعار، وارتفاع اسعار الفائدة في حال عدم وجود نمو اقتصادي سيؤدي إلى ارتفاع اسعار السلع والخدمات نتيجة ارتفاع تكاليف الانتاج، مما يعني انخفاض الطلب ومنه انخفاض الانتاج والاستثمارات وما ينتج عنه من تسريح للعمال أو على الاقل تجميد عمليات التوظيف وبالتالي الرفع من معدلات البطالة.

### 4. ضعف التنمية الاقتصادية والاستثمار : ان الاقراض بنظام الفائدة يؤدي إلى تضيق دائرة التمويل، لأنه

يعتمد على ضمانات لا يقدر عليها إلا الأغنياء، ورب المال في نظام الفائدة أقل اهتماما بنجاح

<sup>1</sup> عيسى عبدو، "الإعجاز الاقتصادي في القرآن - حكمة تحريم الإسلام للربا" 2014/06/06، www.kantakji.com

<sup>2</sup> حسين شحاتة، "الفائدة الربوية وقود التضخم النقدي"، دار التوزيع والنشر الاسلامية، القاهرة 1990، ص:213.

المشروع، ولا تهمه الأمانة والخبرة والكفاءة في العمل، لأن أكثر ما يهمله أن يكون المقترض غنيا وأن تكون فائدته ورأس ماله مضمون.

كلما ارتفعت قيمة الضمانات تقلص وعاء التمويل بسبب تعطل الاصول المرهونة من جهة وتوجه المستثمرين نحو الادخار مقابل فائدة مضمونة، وهذا يعني ضعف الدورة الانتاجية والاقتصادية وبالتالي ضعف التنمية.

5. **عدم التحكم في وجهة الاموال :** ان منح القروض في الاقتصاد الرأسمالي لا يهتم بوجهة الاموال بقدر ما يهتم بتحصيل القروض وأسعار الفائدة، ومعلوم أن معظم الانشطة السهلة والمدرة للمال هي تلك الانشطة المحرمة التي يغلب عليها اللهو والقمار عكس المشاريع الكبيرة المساهمة في التنمية كالاستثمارات الكبيرة المساهمة في التنمية من خلال الاستثمارات التي ترفع من حجم الانتاج وتخفض البطالة...الخ. ذكرت هنا أهم الآثار السلبية المترتبة عن التعامل بالفوائد الربوية، وهناك عدة آثار اخرى سواء اقتصادية أو اجتماعية كخلق طبقة خاملة تسعى للعيش على الفوائد المتحصل عليها دون بذل أي مجهود، هجرة رؤوس الاموال نحو الخارج بحثا عن تحقيق دخول أكبر عند اسعار فوائد اعلى...الخ

#### الفرع الثالث : الفوائد الربوية كأهم مسببات أزمة الرهن العقاري

بعد ان أخذنا فكرة عن الربا وانواعها واستنتجنا أن الربا النسيئة أو ربا القرض لازالت متداولة بين الناس منذ الجاهلية، بل هي اساس النظام الرأسمالي القائم حاليا، والذي يرى بأن سعر الفائدة ( الربا ) هي من اهم الادوات التي تعمل على احداث عدة توازنات أو تسيير عدد من المتغيرات الاقتصادية حسب الاهداف المرغوب تحقيقها، فبرفع سعر الفائدة يمكن تشجيع الافراد على الادخار وتقليص استهلاكهم مما يوفر السيولة اللازمة في السوق، كما ان تخفيض سعر الفائدة قد يستعمل في تشجيع المستثمرين على الاقتراض مما يساهم في زيادة الاستثمار بخلق مشاريع جديدة أو التوسع في الاستثمارات القائمة.

بالعودة إلى الازمة المالية العالمية فإنها بدأت وكبرت ككرة الثلج فبداية النشوء كانت:

1. على مستوى الافراد : اين حدث توسع كبير للقروض العقارية بسبب انخفاض سعر الفائدة مما شجع الافراد على الاقتراض من البنوك ولسعي كل بنك على جذب أكبر عدد من المقترضين فقد تم تقديم عدة تسهيلات، كابتكار نوع من القروض يتضمن دفع الفوائد فقط في السنوات الاولى من القرض مابين ثلاث وخمس سنوات، وقد انخفضت الفوائد على القروض العقارية إلى مستويات قياسية سنة 2004 حيث وصلت نسبة 1% وظهر نمو الطلب على القروض العقارية بصورة كبيرة حيث كان يمثل 11% من اجمالي القروض سنة 2002 فارتفع إلى 66% من اجمالي القروض سنة 2005، هذا ما ادى إلى زيادة الطلب على المساكن وبالتالي ارتفاع اسعارها إلى مستويات قياسية، ولما كانت الفوائد المفروضة على القروض العقارية هي فوائد

متغيرة مرتبطة بالمعدل الذي يصدره البنك المركزي الامريكى فقد ادى رفعها إلى 5.25% عام 2006 إلى بداية تراجع الطلب على المساكن ومنه انخفاض اسعارها وعدم قدرة مالكيها على السداد، وهنا بدأت عملية حجز الرهون العقارية بإخلاء المساكن من ساكنيها ومن خلال الجدول الموالي نلاحظ عرف عدد القروض ارتفاعا مذهلا بلغ اقصاه سنتي 2004-2005 ثم بدأ بالانخفاض مع بدء بوادر الأزمة

**الجدول رقم (02): خصائص القروض عند انشائها خلال الفترة 2001-2007**

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد القروض(1000)	452	737	1258	1911	2274	1772	316
متوسط القرض(\$1000)	126	145	164	180	200	212	220
انواع القروض العقارية							
قرض عقاري بفائدة ثابتة(%)FMR	33.2	29.0	33.6	23.8	18.6	19.9	27.5
قرض عقاري بفائدة متغيرة(%)AMR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2
قروض مهجنة % hybrid	59.9	68.1	65.3	75.8	76.8	54.5	43.8
قروض بتسديد متزايد % ballon	6.5	2.5	0.8	0.2	4.2	25.2	28.5

Source: Y.Demyank and O.van hemert"Understanding the subprime mortgage Crisis",federal reserve Bank of St.Louis, workink paper 2007-05.;august2008,p:7

**2. على مستوى المؤسسات :**

لقد كان لسلوك الافراد خلال هذه الازمة اثر على مستوى المؤسسات المالية ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ يبيع البنك القرض كسندات لمستثمرين ليضعف من ايراداته حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسددها المقترض وبعد بيعه للسندات يحقق دخلا اضافيا بالعمولات والرسوم.
- ✓ يستفيد المستثمرون المشترين لهذه الأوراق المالية من فوائد السندات التي اشتروها.
- ✓ للاطمئنان على سندايم يقوم المستثمرون بالتأمين عليها لدى شركات التأمين ضمانا لأموالهم.

<sup>1</sup> قنطجى سامر مظهر، "ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية"، دار النهضة، دمشق، ط1، 2008، ص:30-31

نشير كذلك ان البنك عند يقوم بإصدار أوراق مالية جديدة فإنه يعتمد على رهونات التي بين يديه والخاصة بزبائنه الذين اقترضوا مقابل هذه الرهونات، فيكوّن محفظة كبيرة منها يستخدمها لضمان السندات المصدرة وبالتالي حصوله على سيولة أكبر يعيد اقراضها مقابل فوائد<sup>1</sup>

- بالرجوع إلى سلوك الافراد السابق عرضه وهي افلاسهم واضطرابهم لبيع عقاراتهم فإن زيادة عرض العقارات المعدة للبيع يؤدي لانخفاض اسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد واثّر ذلك تفقد السندات قيمتها ولا تجد البنوك السيولة اللازمة لمواجهة طلبات عملائها ولا تستطيع بيع العقارات التي كانت مرهونة لديها مما عرض كثير منها للإفلاس.

**3. على المستوى القومي والعالمي :** لقد كان اثر هذه الازمة كبيرا ولم يقتصر على المستوى الفردي بل انتقل إلى المستوى الكلي فأصبح أزمة اقتصادية اثرت على مختلف القطاعات باعتبار أن جل المؤسسات سواء الصناعية أو الفلاحية أو الخدماتية تعتمد على البنوك من خلال الاقتراض لتمويل مشاريعها ويمكن تلخيص الأزمة وانتقالها إلى المستوى العالمي كالآتي:<sup>2</sup>

✓ افلاس العديد من البنوك الاستثمارية التي وضعت استثمارات مالية تقدر بالمليارات في المتاجرة في الاسواق المالية.

✓ افلاس شركات التأمين التي عجز الافراد عن سداد القروض وبالتالي العجز عن دفع اقساط التأمين من جهة والتزامها بتعويض عملائها الذين قاموا بتأمين أوراقهم المالية لديها.

✓ امتناع البنوك عن اعطاء قروض جديدة ووضع شروط تعجيزية لا تسمح بمنح القرض بسهولة.

✓ انتقال العدوى إلى قطاعات اخرى تجارية وصناعية...، مما أدى إلى تسريح آلاف العمال وهذا اثر سلبا على المؤسسات الاستهلاكية الأخرى، الغذائية والخدماتية وتجارة السيارات... الخ

✓ ظهور بوادر الكساد الاقتصادي وتراجع النمو الاقتصادي كما زادت نسبة البطالة.

✓ بما ان الو.م.أ هي من أكبر المصدرين والمستوردين في العالم فإن الازمة الاقتصادية انتقلت إلى الاسواق العالمية الاخرى بسبب الترابط الكبير بين اقتصاديات دول العالم من خلال حركة السلع والخدمات ورؤوس الاموال وانتشار الشركات المتعددة الجنسيات والبورصات العالمية... الخ

<sup>1</sup> سعيد سامي الحلاق وعامر يوسف العتوم، "الازمة المالية العالمية بين المنظور الوضعي والاسلامي"، المنظمة العربية للتنمية الادارية، جامعة الدول العربية،

مصر، 2010، ص:13

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص:25

- ✓ تقوم الحكومات بعد ذلك بزيادة السيولة لمحاولة انعاشه إلا ان الاقتصاد يستمر في الترنح تحت ضغط الديون بسبب الاستثمار في الديون وليس الاستثمارات الحقيقية.
- ✓ اخيرا وجدت رؤوس الاموال نفسها امام انهيار علمي.

مما سبق ذكره يتضح لنا أن سبب واصل الكارثة يعود إلى الفوائد الربوية التي هي اساس البلاء، ورغم المخاطر التي ذكرناها سابقا إلا أن الدول الرأسمالية استطاعت أن تفرض نظامها الاقتصادي على العالم وجعلت كل بلدان العالم تتعامل بالربا بما فيها الدول الاسلامية التي يفترض أنها اول من يتجنبها واول من يبين حقيقتها للعالم.

### المطلب الثاني: القمار ودوره في الازمة المالية:

يقول تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْحُمُرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴾ ( المائدة 90 )

من خلال الآية نلاحظ ان الميسر أو القمار من الامور المنهية عنها في الاسلام، ولقد عرف القمار كما هو الحال مع الفوائد الربوية انتشارا واسعا في المعاملات المالية وبأسماء مختلفة ليس بالضرورة كلمة قمار كما ليس بالضرورة تسمية الربا بالربا وانما سميت بالفائدة، فلو سميت الفائدة ربا لوجد الناس حرجا في التعامل بها، ويرجع عديد من الاقتصاديين سبب الازمة المالية إلى الفائدة والمقامرة والتي تسمى مضاربة وتحوط... الخ

الفرع الأول: ماهية القمار والفرق بينه وبين المضاربة:

#### 1. ماهية القمار:

لقد عرف سامويلسون\* (samuelson 1977) "المقامرة بأنها أي تصرف حر واختياري لتحمل المخاطر"<sup>1</sup>؛ أي ان المقامرة تقوم على جانب مهم من المخاطرة التي قد تكسب المقامر ارباحا كما قد تكسبه خسائر كبيرة.

كما يعرفها M.S. Rix بأنها "البحث عن الارباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة"<sup>2</sup>؛ من خلال هذا التعريف نلاحظ انه نبه إلى جانب هام تتميز به عمليات المقامرة والبحث عن الربح السريع اعتمادا على ضربة الحظ وليس على معطيات علمية أو تحاليل واضحة.

\* Paul Anthony Samuelson اقتصادي امريكي من مواليد 15 ماي 1915، متحصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1970.

<sup>1</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، " المضاربة والقمار في الاسواق المالية المعاصرة"، مجلة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الاسلامي، م20، ع1، 2007، ص:11

<sup>2</sup> M.S. Rix. "Stock Market economics" ; pitman ; London 1963; p:205.

يعرفها البعض الآخر على انها "عبارة عن وضع المال في عملية مخاطرة وهمية اعتمادا على حدث عرضي"<sup>1</sup>. يقول ابن القيم الجوزية: الميسر يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله ورسوله<sup>2</sup>، فلقد ثبت تحريم القمار في الكتاب والسنة والذي ورد بلفظ الميسر، وتتجلى الحكمة من تحريم القمار فيما يلي:<sup>3</sup>

✓ القمار اكل مال بالباطل: فهو نشاط سلبي يؤدي إلى سلسلة من النشاطات السلبية يسلكها المقامر، كي يعوض الخسائر التي مني بها، فيلجأ إلى السرقة والاختلاس والرشوة، وكلها نشاطات سلبية تركز إلى مخالفات شرعية، وتفرز سلسلة من الاختلالات التوزيعية.

✓ القمار كسب يعتمد على الحظ والمصادفة والحيلة، وهي مخالفة لمعايير الكسب المشروعة في الاسلام.

✓ القمار يوجه توزيع الثروة نحو منظمي عمليات القمار، فغالبا ما تنظم أدوات القمار بطريقة تضمن الربح لجهة متواطئة مع المنظمين كصالات القمار.

## 2. الفرق بين المقامرة والمضاربة

هناك فرق بين مصطلح المضاربة والمقامرة يمكن تحديدها فيما يلي:

فمن خلال التعاريف السابقة الخاصة بالمقامرة وتلك المتعلقة بالمضاربة، نلاحظ ان المقامرة والمضاربة تشتركان في نفس الهدف ألا وهو الربح السريع أو الربح في الاجل القصير، إلا انهما يختلفان من حيث الوسيلة أو الطريق المتبع في محاولة تحقيق الهدف، ففي الوقت الذي نجد فيه ان المضاربة المشروعة تعتمد على معطيات ومعلومات متوفرة في السوق يحسن المضارب استغلالها من خلال دراستها وتحليلها، فإن المقامر يهدف إلى تحقيق الربح من خلال ضربة حظ يأمل من خلالها تحقيق ارباح معينة.

إن حياد المضاربة عن اسلوبها من خلال دراسة الاوضاع السياسية والاقتصادية والمالية قبل الخوض في شراء وبيع الأوراق المالية من شأنه ان يقلب عملية المضاربة إلى مقامرة.

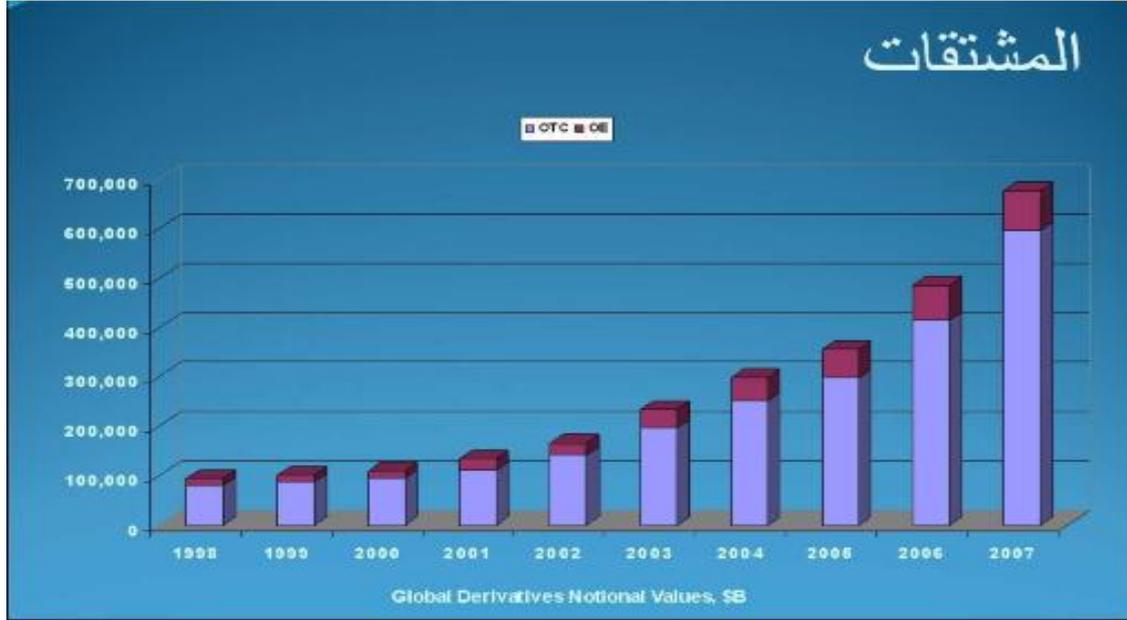
**الفرع الثاني: دور القمار في الأزمة المالية العالمية:** لقد بدأت حكاية الازمة المالية وانطلاقها مع ذلك التحفيز الذي كان من خلال خفض معد الفائدة (المتغيرة خاصة) والتي كانت الفخ الذي استدرك الكثير نحو الاقتراض خاصة مع الازمات التي كان يحققها الافراد من المتاجرة بالعقار مما ادى إلى التوسع في الاقتراض والاقتراض نتج عنه فقاعة في سوق العقار، بالموازاة مع ذلك ولتحجيد مخاطر القروض فقد عرفت تلك الفترة انتشارا كبيرا للمشتقات

<sup>1</sup> احمد محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص:489.

<sup>2</sup> ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر الدمشقي، "زاد المعاد في هدي خير العباد"، دار الكتب العلمية، بيروت، ج5، ص:816.

<sup>3</sup> نادية حسن محمد عقل، "نظرية التوزيع في الاقتصاد الاسلامي"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1، 2010، ص:66-67.

المالية غير المسددة حسب بنك التسويات الدولي 600 تريليون دولار ( 600الف مليار) أي أكبر بعشر مرات عن الناتج الداخلي العالمي<sup>1</sup>، وهو ما يوضحه الشكل الموالي  
الشكل (02): تطور المشتقات المالية 1998-2007 (بليون دولار)



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، "الازمة المالية رؤية اسلامية"، المنتدى الدولي الثالث حول ادارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة شلف، 25-26 نوفمبر 2005.

فالأزمة اذا بدأت بالفوائد الربوية وزادتها حدة المشتقات المبنية غالباً على المقامرة واستعمال الحيل، باعتبار ان المشتقات هي عقد بين طرفين ذوا توقعين مختلفين كل يراهن على توقعاته لينتج في الاخير طرف خاسر وطرف رابح.

يمكن ان نوضح اهم النقاط التي حدث ويحدث على مستواها القمار في المعاملات الحديثة:

1- **على مستوى المشتقات المالية :** تقوم المشتقات المالية اساساً على معاملات وهمية قوامها

الاحتمالات والتوقعات فلا يترتب عنها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات كما ان معظمها يقوم

على ديون من البنوك في شكل قروض، وعند حدوث أي انهيار أو تأثر طرف من الاطراف كما هو

الحال مع ازمة الرهون العقارية فإن كل الاطراف ستتهار بسبب ارتباط كل طرف بالأخر.

فخلال الأزمة المالية لسنة 2008 ظهر التوسع في اشتقاق ادوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في

تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظراً لانهيار اسعار الاسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات

الاستثمارية، فقد انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الاسواق المالية نتيجة تزامم الجميع على

<sup>1</sup> شابرا محمد عمر، "الأزمة المالية العالمية، هل يمكن للتمويل الاسلامي ان يساعد في حلها"، مركز اجات الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز،

جدة-السعودية، 2009، ص:32

تصفيه مراكزهم فانخفضت مؤشرات الاسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الاسواق ومن المفارقات ان من اهداف هذه المشتقات المعلنة هي مواجهة المخاطرة التي يمكن ان تحدث، إلا أن الازمة اظهرت أن هذه المشتقات هي عين المخاطرة وعاجزة عن حماية نفسها<sup>1</sup>

**2- على مستوى المؤشرات :** تجرى على هذه المؤشرات عقود وهمية مستقبلية لا يتم فيها قبض شيء ولا تسليمه، وإنما تؤول إلى أخذ الفرق بين قيمة المؤشر في السوق وبين قيمته المحددة وقت التعاقد، فإما أن يربح البائع ويخسر المشتري، أو العكس، على حسب مآل المؤشر في السوق، ويعدُّ التعامل بالمؤشر على هذه الصفة مقامرة بحتة، لأنه بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

**3- من خلال اليانصيب :** اليانصيب: هو عملية يسهم فيها عدد كبير من الناس بحيث يخاطر كل واحد منهم بمبلغ صغير من المال ابتغاء كسب النصيب. والنصيب هو: عبارة عن مبلغ كبير، أو أي شيء آخر، يوضع تحت السحب، ويكون لكل مساهم رقم، ثم توضع أرقام المشاركين في مكان، ويسحب منها عن طريق الحظ رقم، أو أرقام، فمن خرج رقمه، كان هو الفائز بالنصيب.

يمكن تطبيق فكرة اليانصيب على شهادات الاستثمار التي تعتمد على جوائز فتحفز الافراد على شرائها على ان يتم بصفة دورية وعن طرق القرعة اختيار الفائز بالجائزة، وتتميز عادة هذه الشهادات بسعر فائدة منخفض، فتكون الغاية من شرائها هو الرغبة بالفوز بالجائزة والتي تعني المقامرة طبعاً.

### المطلب الثالث: الاقتصاد الاسلامي في مواجهة الازمات المالية

#### الفرع الأول: خصائص الاقتصاد الاسلامي

يتميز النظام الاقتصادي الاسلامي عن سائر الأنظمة الاقتصادية الوضعية بأنه مبني على أسس عقائدية تتمثل في :

■ بأن المال هو مال الله والإنسان مستخلف في الأرض ومسؤولون عن وجهة المال في حدود الضوابط الشرعية.

■ النقود ما هي إلا وسيلة للتممين وليست سلعة، فلا تباع ولا تشتري ولا تؤجر.

وبناء على ذلك تركز مبادئ النظام الاقتصادي الاسلامي على مجموعة من الخصائص يمكن تصنيفها كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمود عباد، "الازمة المالية الاقتصادية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الاردني"، الملتقى الدولي حول لازمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة حنان-لبنان، 13-14 مارس 2009، ص:9

<sup>2</sup> حسن مدني، "الاقتصاد الاسلامي"، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات البروة، الرياض 2008، ص:5-6

1. المشاركة في المخاطر : هي أساس الاقتصاد الإسلامي فهذه الصفة تميزه عن غيره من النظم. فالمشاركة في الربح والخسارة، هي قاعدة توزيع الثروة بين رأس المال والعمل، وهي الأساس الذي يحقق العدالة في التوزيع.
2. موارد الدولة : لا ينفرد هذا النظام عن غيره في هذا الباب إلا في وجود الزكاة كمورد ينفرد به الاقتصاد الإسلامي. وهي أشبه شيء بالضرائب. لكنها ضرائب على المدخرات، لتشجع على الإنفاق بدلا من الكنز. مما يدفع عجلة الاقتصاد والإنتاج للدوران.
3. الملكية الخاصة : يحمي النظام الإسلامي الملكية الخاصة، فمن حق الأفراد تملك الأرض والعقار ووسائل الانتاج المختلفة مهما كان نوعها وحجمها. بشرط أن لا يؤدي هذا التملك إلى الإضرار بمصالح عامة الناس، وأن لا يكون في الأمر احتكاراً لسلعة يحتاجها العامة.
4. الملكية العامة : تظل المرافق المهمة لحياة الناس في ملكية الدولة أو تحت إشرافها وسيطرتها من أجل توفير الحاجات الأساسية لحياة الناس ومصالح المجتمع. وهو يخالف في ذلك النظام الرأسمالي الذي يبيح تملك كل شيء وأي شيء .
5. نظام الموارث في الإسلام : يعمل نظام الموارث على تفتيت الثروات وعدم تكديسها. حيث تقسم الثروات بوفاة صاحبها على ورثته حسب الأنصبة المذكورة في الشريعة.
6. الصدقات والأوقاف : تعد الصدقات والأوقاف من خصائص الاقتصاد الإسلامي التي تعمل على تحقيق التكافل الاجتماعي، وتغطية حاجات الفقراء في ظل هذا النظام.
7. تغليب المنفعة العامة على المنفعة الخاصة عند التضارب.
8. مراقبة السوق : لكن دون التدخل في تحديد السعر عن طريق بما يسمى المحتسب.
9. الشفافية : حثَّ الإسلام على الشفافية في المعاملات ،فقد منع رسول الله ﷺ التجار من تلقي القوافل القادمة (منع تلقي الركبان).

#### الفرع الثاني: محظورات شرعية لتجنب الأزمات:

إنما الدين المعاملة والاسلام ليس محصورا في الصوم والصلاة بل يمس جميع جوانب الحياة واهتم بكل ما يمكن ان يواجهه المسلم في حياته فنظم حتى حياته الاقتصادية من خلال رسم المبادئ التي يقوم عليها الاقتصاد والتي ذكرناها سابقا، كما نناه عن مجموعة من المعاملات والبيوع، التي قد تؤدي به إلى ما لا يحمد

عقباه، ويأتي على رأس هذه المحظورات التعامل بالربا والغرر في التعامل، والمقامرة والاحتكار... الخ، ولو نتأمل في الازمات المالية والاقتصادية التي عرفها العالم في عدة مناسبات لوجدنا أن التعامل بالمحظورات التي ذكرناها هي السبب الاساسي في حدوثها .

سنحاول من خلال هذا الفرع التطرق لأهم هذه المحظورات:

### 1. تحريم الربا سواء على الودائع أو على القروض:

لقد جاء تحريم الربا في عدة آيات قرآنية نذكر منها قوله ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَخْبِطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۗ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِّن رَّبِّهِ فَانْتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (275) يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيلُ الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ (276)﴾ البقرة، ويقول سبحانه أيضا ﴿وَمَا آتَيْتُمْ مِّن رِّبَا لِّيَرْزُقُو فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَزِيدُو عِندَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِّن زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ﴾ الروم 39.

كما نعت العديد من المجامع الفقهية عن التعامل في مختلف المعاملات التي تشوبها الربا ومنها تلك القرارات المتخذة في مؤتمر جمع البحوث الاسلامية في القاهرة بتاريخ 15 جوان 1975 والتي كانت كالآتي:<sup>1</sup>

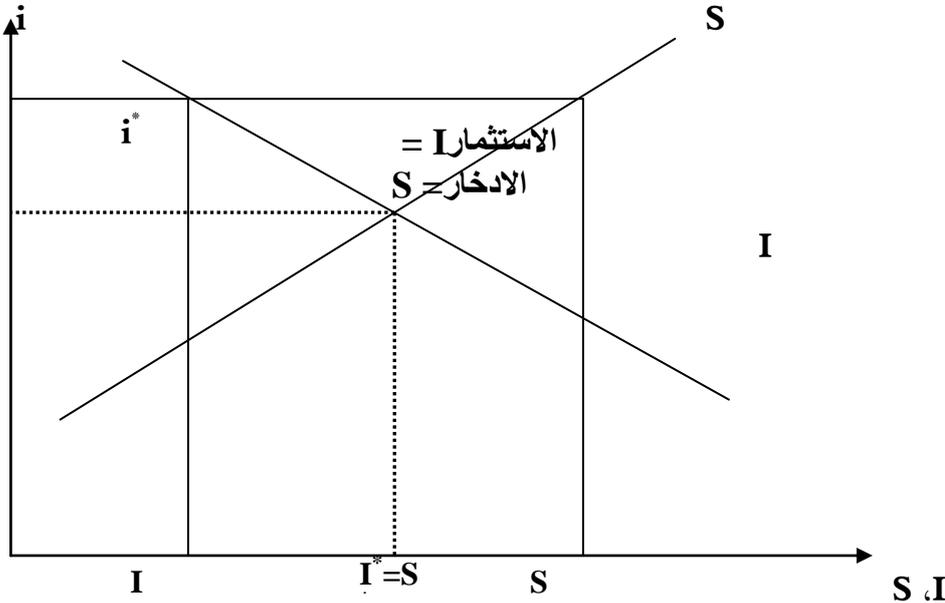
- ✓ الفائدة على انواع القروض كلها ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى القرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الانتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين.
- ✓ كثير الربا وقليله حرام كما يشير إلى ذلك الفهم الصحيح في تحريم النوعين.
- ✓ الاقراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، والاقراض بالربا محرم كذلك ولا يرتفع اثمه عن المقترض إلا اذا دعت الضرورة.
- ✓ الحسابات ذات الاجل وفتح الاعتماد بفائدة وسائر انواع الاقراض نظير فائدة كلها من المعاملات الربوية المحرمة.

فالربا أو الفائدة كما صارت تسمى هي اساس عمل البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، فصارت تعتبر عائدا لرأس المال، وان التعامل به امر طبيعي، مع ما قد تسببه من مشاكل اقتصادية واجتماعية، كما رأينا سابقا، وعندما حرم الاسلام التعامل بالربا فانما حرمه لما فيه من ظلم وخيانة للامانة (المال مال الله) كما يؤدي إلى سوء توزيع الثروة في المجتمع، ويعتبر الكينزيون الجدد وعلى رأسهم (Burkett et Dutt) "ان ارتفاع

<sup>1</sup> صبري هارون، مرجع سابق، ص: 147

معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار وهذا عكس ما ذهبت اليه نظرية التحرير المالي، حيث أنه مع ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع ينخفض الطلب الفعال بسبب انخفاض معدل الربح، فينخفض كل من الاستثمار والانتاج<sup>1</sup> ويتضح ذلك من خلال الشكل الموالي

الشكل (03): الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار



Source : Venet ,université paris 3 ,Dauphine,2000 p:416

فمن خلال الشكل اعلاه يبدو جليا ان سعر الفائدة يتناسب عكسا مع الاستثمار فكلما ارتفع معدل الفائدة شجع الافراد على الادخار مقابل هذا المعدل وكلما كان المعدل اقل كلما كان اتجاههم نحو الاستثمار وهذا هو الغرض الأساسي من تحريم الربا أي محاربة الاكتناز والحث على تنمية المال من خلال العملية الاستثمارية.

ولأن الربا عنصر خفي مخفز على التضخم فقد نبه اقتصاديون غربيون كبار لهذا الأثر الضار، فارتفع سعر الفائدة ساعد على زيادة اعباء القروض العقارية، وتوقف العديد من كبار المقرضين عن السداد، وهذا ما فجر الفقاعة العقارية، وأحدثت الاكتمالات المتتالية، ولا غرابة ان نجد من الغربيين من يقترح للخروج من الازمة تعديل معدل الفائدة إلى حدود الصفر، وتعديل معدل الضريبة إلى حدود 2% وهذا ما يتقارب تمامًا مع إلغاء الربا ونسبة الزكاة في النظام الإسلامي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Venet ,Baptiste ;"les critique de la théorie de la libération financier ".université paris 3 Dauphine ، 2000 ،p:415

<sup>2</sup> احمد فراس العوران، "الازمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اسلامي"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، فرع الاردن، ط1، 2012، ص:241

2. محاربة القمار والغرر : لقد نهى الاسلام عن القمار والغرر ولعل القمار هو جزء من الغرر في المعاملات الذي يكون في مواضع كثيرة، كالغرر في صيغة العقد (بيعتين في بيعة، صفقتين في صفقة، بيع العريان، بيع الحصاة، بيع المنابذة، بيع الملامسة، العقد المعلق والعقد المضاف...) <sup>1</sup> والغرر في محل العقد (الجهل بذات المحل، الجهل بأجل المحل، عدم القدرة على تسليم المحل، التعاقد على المعدوم وعدم رؤية المحل).<sup>2</sup>

فاجتناب الغرر هو مبدأ من مبادئ المعاملات في الاقتصاد الاسلامي، ويقصد به بشكل عام هو الدخول في عقد يشوبه خطر كبير وضبابية متعلقة اما بالسلعة المتعاقد عليها طبيعتها وجودتها أو التسديد أو صيغة العقد، فيكون عقدا لا يحتوي على تفاصيل ومعلومات كاملة. فالممارسات الحالية لعديد من المؤسسات وخاصة المؤسسات المالية وشركات التأمين في اسواق العقود المستقبلية وأسواق الخيارات لا تتوافق مع الشريعة الاسلامية بسبب احتوائها على عناصر الغرر والفائدة الربوية..الخ.

ما يمكن استخلاصه في الاخير هو ان الاقتصاد الاسلامي يعمل على ربط التمويل بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، فيشجع على زيادة التمويل برأس المال بدل التمويل بالدين اعتمادا على الارباح وليس الفوائد الربوية، فتكون المشروعات قائمة على الاصول وليس مشروعات وهمية أو مشتقات قائمة على الربا والغرر في التعامل، فهو يجارب مجموع الممارسات غير الاخلاقية التي كانت سببا مباشرا في جميع الازمات المالية والاقتصادية التي عرفها العالم وسيعرفها مادامت هذه الممارسات موجودة.

<sup>1</sup> الصديق محمد الامين الضير، "الغرر وأثره في العقود في الفقه الاسلامي"، دار الجيل، بيروت، ط2، 1990، ص:76-77

<sup>2</sup> صبري هارون، مرجع سابق، ص:161

### خلاصة الفصل الثاني

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل هو أن الازمة بصفة عامة عبارة عن حدث غير متوقع يؤدي إلى خسائر كبيرة في الاهداف المحددة مسبقا ويستلزم اتخاذ تدابير لمواجهتها، كما ان للأزمة أصناف منها ما هو أممي، سياسي، اقتصادي أو مالي...الخ.

من أهم الاسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية والاقتصادية هي اسباب اخلاقية بالدرجة الاولى، متمثلة في وسائل الغش والخداع والغرر في مختلف صوره خاصة بما يسمى المضاربة غير الشرعية أو غير النزيهة، كما تعود اسباب الازمات المالية كذلك إلى سعر الفائدة أو ما يسمى شرعا بالفوائد الربوية التي تؤدي إلى عدة مخلفات سلبية بتراكمها تساهم في حدوث الازمات المالية.

كما لاحظنا من خلال هذا الفصل أن جميع هذه الاسباب سواء الاخلاقية أو الفوائد الربوية قد نهي عنها الاسلام في القرآن والسنة فيما يسمى الاقتصاد الاسلامي، فأحل البيع وحرم الربا، ونهى عن الغرر والاحتيال والتدليس...الخ في المعاملات المالية والتجارية أي حث على الصدق والشفافية عند التعامل بما يخدم مصلحة الأمة .

# الفصل الثالث:

## صكوك الاستثمار الإسلامية:

### تعريفها ، اصدارها وتداولها

#### تمهيد

كنا قد تناولنا في الفصول السابقة اهم التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات ومشتقات مالية ووجهة النظر الشرعية لهذه الادوات وما تحويه من مخالفات ، ثم تطرقنا إلى اهم المعاملات غير الأخلاقية والتي يكون هدفها الاساسي هو التحايل من اجل الكسب السهل وبالتالي اكل مال الناس بالباطل سواء بالغرر او التدليس والربا... الخ

و من خلال هذا الفصل سنتطرق إلى اهم البدائل التي يقترحها العالم الاسلامي والتي اصبحت تنمو بشكل ملحوظ في السنوات الاخيرة، ألا وهي الصكوك الاستثمارية الاسلامية، والتي تعتبر وسيلة من وسائل التمويل والتي يمكن في حالات كثيرة ان تكون قابلة للتداول كما هو الحال بالنسبة للأدوات التقليدية لكن مع احترام المعايير الشرعية .

لأجل ذلك فقد قسم هذا الفصل إلى مجموعة من المباحث التي تتناول النقاط التالية:

- ماهية الصكوك الاستثمارية الاسلامية.
- انواع الصكوك الاسلامية.
- اصدار وتداول الصكوك في حدود المعايير الشرعية

## المبحث الأول : ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية

إن لصكوك الاستثمار الاسلامية خصائص تميزها عن الادوات المالية التقليدية، فهي ذات علاقة بمبادئ اسلامية و مبادئ اقتصادية سنحاول ابرازها كما يلي:

### المطلب الأول : الاستثمار في الاسلام

#### الفرع الأول : مفهوم الاستثمار في الاسلام

يغلب على المسلم من الناحية الاقتصادية اتجاهه نحو الرزق او الكسب الحلال الطيب والإنفاق المقتصد، وادخار الفائض ليوم الحاجة ، و لقد ورد في الأثر عن رسول الله ﷺ أنه قال : "رحم الله امرأً اكتسب طيباً ، وأنفق قصداً ، و قدم فضلاً ليوم فقره وحاجته " (أورده الهندي عن ابن النجار، باب كنز العمال) ، ولذلك يقوم المسلم باستثمار مدخراته في المجالات المختلفة بمهدف النماء والمساهمة في عمار الأرض ، بعيداً عن الممارسات غير الأخلاقية والتي تضر بإخوانه المسلمين كالاحتكار، فعن عمر بن الخطاب رضي الله عنه ان رسول الله ﷺ قال : "من احتكر على المسلمين طعامهم ضربه الله بالجدام والإفلاس " رواه ابن ماجه. والجدام هو مرض جلدي يعرف بالبرص. يعرف عدد من علماء الاقتصاد الإسلامي الاستثمار بأنه : "تنمية المال شرط مراعاة الاحكام الشرعية عند استثماره ،فهو ثمرُ المال ونمائه في أي قطاع من القطاعات الانتاجية سواء كان ذلك في التجارة أو الصناعة أو غيرها من الانشطة الاقتصادية الاخرى " <sup>1</sup>.

#### 1. اهداف الاستثمار في الإسلام

أهداف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ربط الاستثمار بالقيم الشرعية والأخلاقيات السلوكية ، و حصره في السلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة ، و مراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي وهي الضروريات والحاجيات والتحسينات ، و أداء حق الله في المال المستثمر بالزكاة والصدقات انطلاقاً من أن المال مال الله ، و نحن مستخلفون .

وهناك أيضاً أهداف أخرى عامة يتفق فيها الاستثمار الإسلامي مع غيره وهي <sup>2</sup>:

- المحافظة على أصل المال ويندرج في عنصر حفظ المال الذي هو إحدى الضروريات الخمس التي جاءت بها الشريعة.
- تحقيق الربح بأكبر نسبة ممكنة ، ما يزيد من أصل المال وهي تقتضي لفظ الاستثمار ومعناه، فلا يجوز تدخل الدولة إلا في حالة معينة.
- توافر السيولة لإمكان استرداد الأموال واستعمالها عند الحاجة لأن للمال وظائف ، و كما قد تحمل تلك الوظائف المتاحة بكنز المال فقد تحمل بربطه دائماً بالاستثمار مما يحول دون إنفاقه.

<sup>1</sup> احمد الصغير قراوي، "محددات وموجهات الاستثمار من منظور إسلامي"، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس ،سطنبول-الجزائر ،25-28 ماي 2003،ص:256

<sup>2</sup> خليفة الغفلي، "أساليب الاستثمار وضوابطه في الاقتصاد الإسلامي"، رؤية يومية اماراتية، عدد 2013/07/14،

### 2. خصائص الاستثمار في الإسلام

كما سبق تتضح خصائص الاستثمار الاسلامي فيما يلي :

- الالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية والسلوكية الحسنة.
- الالتزام بالمشروعية لإسلامية ( القواعد الشرعية للمعاملات المالية).
- تأمين الحاجات في المستقبل ولاسيما في حالات الفقر والحاجة.
- تأمين حاجات الذرية بعد الموت لأجل التواصل.
- الوفاء بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية تجاه المجتمع.
- أداء الحقوق المشروعة في المال المستثمر ومنها الزكاة والصدقات.

### 3. أسس الاستثمار الإسلامي

يقوم الاستثمار الإسلامي على الأسس الآتية<sup>1</sup>:

- السعي نحو الربح الحلال الطيب وتجنب الكسب الحرام الخبيث .
- تجنب المعاملات التي فيها شبهات فالحلال بين والحرام بين وبينهما أمور مشبهات لا يعلمهن كثير من الناس فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه وعرضه .
- تجنب مجالات الاستثمار ذات المخاطر العالية والتي لا يمكن تحملها فالحفاظة على المال وتنميته من مقاصد الشريعة الإسلامية.
- الالتزام بفقهاء الأولويات الإسلامية في اختيار المشروع الاستثماري وهي : الضروريات فالحاجيات فالتحسينات.

### الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للاستثمار في الإسلام

يحكم استثمار الأموال في الإسلام مجموعة من الضوابط الشرعية والتي يجب الالتزام بها، وهذه القواعد مستنبطة من مصادر الشريعة الإسلامية، و تنسم بالثبات والواقعية والموضوعية والشمولية والتوازن والتحفيز، كما أنها تقوم على القيم والمثل والأخلاق والسلوكيات الحسنة، و تحقق التنمية الشاملة للمجتمع .

## 2

ومن أهم هذه الضوابط ما يلي :

1. مشروعية النشاط والتعامل : أي أن يكون مجال الاستثمار مشروعاً ذا نشاط حلال لا تنتج إلا طيباً لقوله عز وجل كذلك : ﴿وَيُحِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ﴾ الأعراف:157، كما يخلو التعامل به من محرمات كالربا والاحتكار والغرر والمقامرة والجهالة وكل ما يؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل .

<sup>1</sup> حسين شحاتة، "الضوابط الشرعية للمعاملات المالية"، سلسلة فقه رجال الاعمال، بتصرف، دار المشورة، القاهرة،  
www.darelmashora.com، 2014/05/15، ص:4

<sup>2</sup> حسين شحاتة، "الضوابط الشرعية للمعاملات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص:4-8

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

2. الأولويات الإسلامية : يلزم عند ترتيب المشروعات الاستثمارية بعد الإجازة الشرعية وأن يكون مجالها الطيبات، هو الالتزام بسلام الأولويات الإسلامية وهي : الضروريات فالحاجيات فالتحسينات ، و لقد ذكر الإمام الشاطبي : " أن الضروريات هي الأشياء والمصالح التي لا تستقيم حياة الناس إلا بها، والا اختل نظام حياتهم، والحاجيات هي ما يحتاجه الناس للتوسعة والتيسير ورفع المشقة، أما التحسينات فهي الأشياء والأمور التي تسهل الحياة وتحسنها "
3. الحفاظ على الأموال : يقوم الاستثمار الإسلامي كأى استثمار على المخاطرة، إلا أنه يحرص على ان يكون هناك توازناً بين المخاطرة والربحية، فلا يجب الدخول في مخاطرة غير مجدية والتي تؤدي إلى هلاك المال . ومن ناحية أخرى يجب اتخاذ التدابير المختلفة للمحافظة على المال من السرقة والابتزاز وأكله بالباطل ، و لقد أشار القرآن إلى ذلك بقول الله عز وجل: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ﴾ ( النساء : 29 ) .
4. تنمية المال : و يقصد بذلك اختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق عائداً اقتصادياً مجزياً بجانب العوائد الاجتماعية ، و عدم اكتناز المال وحبسه عن وظيفته التي خلقها الله له ، و في هذا الصدد ينهانا الله عن الاكتناز وحثنا على استثمار المال ، فيقول عز وجل : ﴿ وَالَّذِينَ يَكْتُمُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يُفِيقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ ... ﴾ إلى آخر الآية ( التوبة : 34 ) ، و بمس الانفاق هنا الصدقة والزكاة والانفاق الاستثماري ايضا ، و يحذرنا رسول الله ﷺ من مخاطر حبس المال وروى الطبراني في الأوسط عن أنس بن مالك قال : قال رسول الله ﷺ : ( انجروا في أموال اليتامى لا تأكلها الزكاة )
5. التنوع وتقليل المخاطر : ويقصد بذلك توجيه الأموال المتاحة للاستثمارات إلى عدة مشروعات وبمختلف الصيغ بالتنوع يساهم في تقليل المخاطر ، و تحقيق التنمية الشاملة للمجتمع الإسلامي .
6. ربط الكسب بالجهد وبالمخاطرة : يقوم الاستثمار الإسلامي على أساس المشاركة والتفاعل بين العمل ( الجهد البشرى ) وبين رأس المال ، و لكل نصيب من الكسب بمقدار الجهد المبذول، فلا كسب بلا جهد، ولا جهد بلا كسب ، و الغاية من هذا هو التحفيز على العمل والعطاء وتطوير الأداء وتحسينه ، و هناك علاقة سببية مباشرة بين مقدار الكسب وما يتعرض له الاستثمار من مخاطر ، فكلما زادت المخاطر كلما طلب أصحاب المشروعات ربحية عالية.
7. توزيع عوائد الاستثمارات على أساس العُثم بالغرْم : من المبادئ الأساسية للنظام الاقتصادي الإسلامي مبدأ "الغنم بالغرْم" و هو مبدأ يقرر العدل في المعاملات ، إذ لا يصح أن يضمن الإنسان لنفسه مغنماً(عائدا) ويلقى الغرم(المخاطرة والخسارة) على عاتق غيره ، و تتضح هذه القاعدة عند تطبيقها في المعاملات الشرعية ، و يتجلى الظلم في أنظمة المعاملات غير الإسلامية عندما يعيش المدخرون على عوائد مدخراتهم دون أن يخاطروا باستثمارها ، بحيث لا يقدمون أي عمل فينالون مغنماً.
8. المعلوماتية والتوثيق : و يقصد بذلك أن يعلم كل طرف من أطراف العملية الاستثمارية مقدار ما يساهم به من مال وعمل ومقدار ما يأخذه من عائد أو كسب ، و مقدار ما يتحمل به من خسارة إذا حدثت ، و أن يكتب ذلك في عقود موثقة حتى لا تحدث جهالة وغرراً .. و يؤدي ذلك إلى شك وريبة ونزاع ... و لقد تناول القرآن الكريم هذه المسألة في آية الكتابة فيقول الله عز وجل : ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَيْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئاً فَإِن كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهاً أَوْ ضَعيفاً أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمْلَئَ هُوَ فَلْيُمْلِلْ لِهُ بِالْعَدْلِ وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِّجَالِكُمْ فَإِن لَّمْ يَكُنَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّن تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكَّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَىٰ وَلَا يَأْبَ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغيراً أَوْ كبيراً إِلَىٰ أَجَلِهِ ذَلِكُمْ أَقْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمٌ لِلشُّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا ﴾ ( البقرة : 282 ) .

## المطلب الثاني : ماهية صكوك الاستثمار الإسلامية .

### الفرع الأول :تعريف صكوك الاستثمار الإسلامية.

يمكن تقسيم كلمة صكوك(جمع صك) الاستثمار الإسلامية إلى ثلاث كلمات :صكوك-استثمار-إسلامية

- كلمة صك : تعني كلمة صك لغةً هي الضرب الشديد بالشيء العريض، وقيل هو الضرب عامة بأي شيء كان ،صَكَّهُ يَصْكُهُ صَكًّا.

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

قال ابن منصور : والصك الذي يكتب للعهد معرب اصله ويجمع صكاً وصكوكاً ، و كانت الارزاق تسمى صكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة ومن ذلك حديث أبي هريرة :قال لمروان أخللت بيع الصكك ، و هي جمع صك وهو الكتاب، إذ أن الامراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطيتهم كتباً فيبيعون ما فيها قبل أن يقبضوها معجلاً ويعطون المشتري الصك ليمضي ويقبضه ،فنهوا عن ذلك لأنه يبيع ما لم يقبض.<sup>1</sup>

الصك هو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والتقارير وجمعه صكوك<sup>2</sup> ، ويطلق الصك على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من الحقوق، لكنه يستعمل مجازاً في الحقوق او الديون الثابتة فيه، وبهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة ،التصرف فيما يحتويه من حق او دين<sup>3</sup>

● كلمة استثمار : تعني تلك العملية التي تسمح بتجديد وتنمية رأس المال ،كما تعني ذلك القرار الذي يسمح للفرد ،المؤسسة او المجموعة التأثير على موارده من خلال تنمية مخزون السلع المنتجة .<sup>4</sup>

يعرف الباحث الاستثمار على انه محاولة الاستغلال الامثل للموارد المتاحة سواء كانت مادية ،مالية او بشرية للفرد او الجماعة من اجل الحصول على قيمة مضافة سواء كانت مبتكرة او تنمية للموارد المستغلة.

● كلمة اسلامية : المقصود بها احترام مبادئ الشريعة الاسلامية في التعامل من حيث مقاصدها ،و ذلك باجتناب كل ما حرم واستغلال الرخص والمباحات.

تعرف صكوك الاستثمار الاسلامية حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية من خلال المعيار الشرعي رقم (17) بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما اصدرت لأجله " <sup>5</sup>

من خلال هذا التعريف نلاحظ انه تم التركيز على معنى الصكوك دون التنبيه إلى ارتباطها بما يحترم الشريعة الاسلامية وبإدخال بعض التعديلات على هذا التعريف يمكن ان نصل إلى ان صكوك الاستثمار الاسلامية هي : " وثائق او شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، يتم اصدارها بهدف تمويل المشاريع الاستثمارية بعدة طرق على ان تصدر وفق عقد شرعي يتم احترام احكامه " .

### الفرع الثاني :تاريخ الصكوك الاسلامية.

بدأت فكرة الصكوك الاسلامية سنة 1983 عند بدأ عمليات أول بنك اسلامي في ماليزيا وهو بنك اسلام ماليزيا ،و حينها اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي ان بنك اسلام ماليزيا يتجنب تملك السندات الحكومية او سندات الخزنة كونها مخالفة للشريعة الاسلامية مما ادى بالبنك المركزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا.<sup>6</sup>

نشير هنا بصفة خاصة للتجربة الأردنية حيث تعد المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدم مفهوم سندات المقارضة فقد كانت البداية عند بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الاسلامي الاردني ،حيث تم ضم الفكرة في مادة من مواد القانون المؤقت للبنك ،بناء على فكرة أحد المشاركين في وضع مشروع القانون رقم (3) لسنة 1978م ،ألا وهو الدكتور سامي حسن حمود.

<sup>1</sup> محمد بن مكرم بن منظور الافريقي المصري جمال الدين أبو الفضل، "معجم لسان العرب"، دار المعارف، القاهرة، ج4 ص،2475.

<sup>2</sup> الرافي احمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي، "المصباح المنير في غريب الشرح الكبير"، المكتبة العلمية، بيروت ج1، ص345.

<sup>3</sup> ابن رجب الحنبلي، "القواعد"، مكتبة نزار مصطفى الباز، مكة المكرمة، ج1، ط2، 1999، ص:92.

<sup>4</sup> <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/investissement/44113>

<sup>5</sup> "المعايير الشرعية"، اصدارات هيئة المحاسبة والمراجعة للهيئات المالية الاسلامية ،البحرين، 2010، ص :245.

<sup>6</sup> "صكوك الاستثمار الإسلامية تقفز عالمياً مع تعدد المنتجات التابعة لها"، يومية الاقتصادية (النسخة الالكترونية)،

[http://www.aleqt.com/2007/02/11/article\\_77727.html](http://www.aleqt.com/2007/02/11/article_77727.html) لسعودية، 11/02/2007،

لقد تشكلت لجنة متخصصة لدراسة الفكرة فقها وتطبيقيا ،وآلت المناقشات إلى اعتماد سندات المقارضة أسلوبا تمويليا ،و صدر بشأنها قانون خاص مؤقت يحمل رقم (10) لسنة 1981 ،وبعد صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) و88/08/4 الخاص بسندات المقارضة أصدر البنك الإسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين.<sup>1</sup>

كما تمكن المصرف المركزي السوداني في عام 1999م، من إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شمم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)<sup>2</sup> ، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوح على نحو شرعي، و تتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموما ،و إدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص ،بهدف الحد من التضخم.

قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية CIBAFI برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986 وبين 2009 نذكرها كما يلي<sup>3</sup> :

1. أكتوبر 1986 : أكد مجمع الفقه الإسلامي الدولي على أهمية موضوع سندات المقارضة ، كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات.
2. فيفري 1988 : أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة.
3. مارس 1990 : قام المجمع بإصدار فتوى مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة.
4. جانفي 2002 : أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية.
5. ماي 2003 : قامت جهة ثالثة ألا وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها.
6. مارس 2004 : قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة ، كما انه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك ،و دراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

<sup>1</sup> عمر مصطفى جبر اسماعيل ،"سندات المقارضة واحكامها في الفقه الاسلامي" ، دار النفائس ، عمان-الاردن، ط1، 2006 ،ص:ص:89-90

<sup>2</sup> عثمان حمد محمد خير ،"تجربة السودان في مجال اصدار الصكوك الحكومية" ، عرض مقدم في ورشة عمل الصكوك الاسلامية :تحديات ،تنمية وممارسات دولية،الاردن، 6-7 شعبان 1431 ،ص:4

<sup>3</sup> علاء الدين زعتري، "الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية ،حجم إصداراتها ،تحديات الإصدار"، <http://www.alzatari.net/research/696.html> ، 2013/07/20.

7. جوان 2006 :أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون.
8. سبتمبر 2007 :جاء دور صندوق النقد الدولي ليؤكد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف ،و التأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك ،كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية.
9. فيفري 2008 :ظهرت مشكلة الصكوك في هذه المرحلة وتأثرها بالأزمة المالية.
10. افريل 2008 :أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزكي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.
11. جويلية 2008 :أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم ،كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي .
12. وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة ،حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان ،فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا .
13. جانفي 2009 :قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك ،كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض راس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.
14. افريل 2009 :أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا ،مبيننا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.
15. افريل 2009 :و هي آخر مرحلة استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها ،مؤكدًا على إيجاد الإطار القانوني لها.

## المطلب الثالث :أهمية الصكوك الاسلامية وخصائصها

و يتفرع هذا المطلب إلى :

### الفرع الأول : اهمية الصكوك الاسلامية

للصكوك الاسلامية اهمية كبيرة ان تم الاعتماد عليها في الاقتصاد وتوضح اهمية الصكوك من خلال<sup>1</sup>:

- 1- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية من خلال عمليات السوق المفتوحة بما يساهم في تقليص العرض النقدي ،و بالتالي خفض معدلات التضخم ،و إتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- 2- تساهم الصكوك الاسلامية في دعم مشاريع البنية التحتية والتنمية بدون فوائد ربوية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- 3- تساعد الصكوك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية ،وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
- 4- الصكوك الاسلامية أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- 5- تساهم الصكوك الاسلامية في توفير التمويل اللازم لإنجاح المشاريع الاستثمارية الجديدة من خلال تعبئة موارده من المستثمرين عن طريق طرحها في السوق المالي وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
- 6- تساعد على توفير السيولة اللازمة لتوسيع المشاريع وتطويرها ،من خلال تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية ،ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل.
- 7- تتميز الصكوك وخصوصا صكوك الإجارة بأنها أداة تمويل خارج الميزانية حيث إن ملكية الأعيان المؤجرة المصككة ،والموعدو بتمليتها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك ،والواجب في ذمة الشركة المتمولة بالصكوك إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب وهي نفقة إرادية ،وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية ،كما أن لذلك مزايا أخرى فيما يتعلق بالموجودات الزكوية للشركة والضرائب وغير ذلك.

<sup>1</sup> "الصكوك الاسلامية ،انواعها ومخاطرها " ، دراسات اقتصادية، <http://www.icn.com/ar/studies/2012/02/14/>

8- التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك ، حيث إن كثيرا من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية ، بل والإقليمية ، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان ، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبوابا ائتمانية جديدة.

## الفرع الثاني :خصائص الصكوك الاسلامية واختلافها عن الاسهم والسندات

### 1. خصائص صكوك الاستثمار الاسلامية.

يمكن ان نعدد خصائص صكوك الاستثمار الاسلامية في ما يلي :

أ. **خلو الصكوك الاسلامية من الفوائد الربوية :** إن اهم خاصية تميز الصكوك الاسلامية عن غيرها من الاوراق المالية هي عدم التعامل بالفوائد الربوية لما فيها من الحرمة والتحذير منها في قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِمَّ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴾ (279) من سورة البقرة، فيتوعد الله من خلال هذه الآية المرابين بالحرب، وفي الحديث يقول رسول الله ﷺ " الربا سبعونا حوبا أيسرها أن ينكح الرجل أمه " والحوب هو الإثم و قيل ايضا هو الباب ومن الآية والحديث الشريف والعديد من الآيات والأحاديث التي لم نذكرها يتضح ذلك النهي الشديد والوعيد لمن يسعى وراء الربا ، و الأكيد أن كل ما نحى عنه الله ورسوله إلا ومن وراءه حكمة ، و اقل دليل على ذلك هو اسباب الازمات التي سبق لنا ذكرها والتي كان يحضر فيها دائما ما يسمى بسعر الفائدة (الربا) رغم تنوع الازمات.

ب. **الصكوك متساوية القيمة تسعى لتمويل نشاط مباح :** تمثل الصكوك الاستثمار حصة شائعة في ملكية أصل وليست ديناً بفائدة ويتم اصدارها في شكل وثائق متساوية القيمة ، من خلالها تعمل على تمويل المؤسسات والمشاريع المباحة وليست النشاطات المحرمة كإنتاج الخمر.

ج. **القيام على مبدأ العُثم بالغرْم :** تقوم الصكوك على مبدأ الغنم بالغرْم أي ان حامل الصك سيتحمل الخسارة وله في الربح المحقق بقدر مساهمته.

د. **قابلية الصكوك للتداول :** تعتبر صكوك الاستثمار قابلة للتداول أي يمكن التصرف فيها بكل الطرق الشرعية ، كالبيع والرهن والهبة ، سواء كان التصرف مع مصدر الصكوك بإطفاء الصك أو استرداده، أو مع غيره. وهذا التداول يخضع حتما لإرادة طرفي التداول وقانون العرض والطلب<sup>1</sup>.

هـ. **حق حملة الصكوك في الادارة :** لحامل الصك الحق في الادارة ويختلف هذا الحق باختلاف الصيغة التي تستثمر حصيلتها والعقد الشرعي الذي يصدر الصك على اساسه والصفة الشرعية لحامل الصك الاستثماري، من حيث كونه بائعا ،مشتريا ،مضاربا ،شريكا ،أو وكيل استثمار.

2. **اختلاف الصكوك عن الاسهم والسندات:** كثيرون اولئك الذين يعتبرون ان الصكوك الاسلامية هي البديل الشرعي للسندات التي تعتبر محرمة بكل انواعها ، كما ان الصكوك الاستثمارية ورغم تشابهها مع الاسهم في كونها تمثل ملكية اصول مدرة لعائد أو المشاركة في رأسمال مشروع إلا أن هناك اختلافات بينها وبين الاسهم ، و من خلال الجدول التالي سنحاول توضيح الاختلاف بين الصكوك والأسهم والسندات:

### الجدول (03) اوجه الاختلاف بين صكوك الاستثمار والاسهم والسندات:

صكوك الاستثمار والأسهم	صكوك الاستثمار والسندات
✓ إن هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثمنها في السوق أقل تقلبا ومن ثم يكون قابلا للتوقع وأكثر استقرارا.	✓ القيمة الاسمية للصكوك ليست مضمونة على المصدر ومن ثم لا تكون ديناً في ذمة المصدر.
✓ الصكوك ليست دائمة دوام الشركة المصدرة لها كما هو الحال في الاسهم ، بل لها أجل يجري تصفيتهما فيه بحسب ما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار.	✓ ما يدفع على الصكوك ليس فائدة مرتبة بالقيمة الاسمية وانما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه اموال حملة الصكوك.
✓ لحامل السهم نصيب عند التصفية نصيبه من أصول الشركة قل أو كثر (بعد	

<sup>1</sup> حسين حامد حسان ، "صكوك الاستثمار الاسلامي" ، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الاسلامي الدولي الدورة 19 ، من موقعه الرسمي

تسديد الديون)، أما الصكوك فتمكن حملتها من استرداد رأسمالهم أو قريبا منه عند انتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للأخرين. ✓ السندات ديون ربوية والصكوك عبارة عن وثائق ملكية لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر للربح

المصدر: أحمد محمد محمود النصار، "الاستثمار بالمشاركة في البنوك الاسلامية"، دار الكتب العلمية، بيروت 2010، ص.ص: 114-115

## المبحث الثاني :انواع الصكوك الاسلامية

ارتأينا أن نقسم الصكوك الاسلامية إلى ثلاثة اصناف وكل صنف إلى مجموعة من الصكوك.

### المطلب الأول : الصكوك القائمة على المشاركة

هي صكوك متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في انشاء مشروع ،او تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على اساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على اساس الشركة أو على اساس المضاربة او الوكالة بالاستثمار.<sup>1</sup>

من خلال هذا الصنف وهذا التعريف يمكن ان نميز بين 3 انواع من صكوك المشاركة ألا وهي صكوك المشاركة وصكوك المضاربة والوكالة بالاستثمار سنحاول الولوج إلى مفهوم وآلية كل صنف من خلال ما يلي:

#### الفرع الأول : صكوك المشاركة

تعرف صكوك المشاركة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية على انها " وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو انشطة تدار على أساس الشراكة بتعيين احد الشركاء او غيرهم لإدارتها"<sup>2</sup>.

يقوم مصدر هذا النوع من الصكوك (وسيط او طالب الشراكة) بعرضها على الجمهور الراغب في الاكتتاب و الذي سيكون شريكا له في مشروع معين، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشروع الذي يملكونه من موجوداته بنسبة قيمة ما يحملون من صكوك إلى اجمالي رأسماله، ولهم من غنم المشروع (ربحه) وعليهم من غرمه (خسارته) بحسب تلك النسبة.<sup>3</sup>

1. انواع صكوك المشاركة: تقسم صكوك المشاركة إلى قسمين وذلك حسب مدة المشاركة ومنها نجد نوعين المشاركة المستمرة او الدائمة والمشاركة المؤقتة او مشاركة منتهية.

1.1 صكوك المشاركة المستمرة : هي صكوك تشبه إلى حد كبير الأسهم من حيث آجالها التي تكون دائمة ،و المكتتبون في هذه الصكوك يبقون شركاء في المشروع إلى غاية نهايته.

1.2 صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك : صكوك المشاركة المنتهية بالتمليك هي تلك الصكوك التي تنشأ مصدر الصك والمكتتب، بحيث يمنح فيها الحق لأحد الشريكين بتملك حصة الشريك الآخر إما دفعة واحدة، أو بالتدرج على مراحل أو دفعات، اذ يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصك في كل مرة يتم فيها توزيع الارباح ان وجدت، الى أن يستردوا كامل القيمة الاسمية للصك، و بذلك يكون الصك قد اطفأ .

الفرق إذا بين هذين النوعين ينحصر في شيء واحد هو عنصر الاستمرار، أو الدوام. ففي المشاركة الثابتة أو الدائمة يقصد كل شريك البقاء في الشركة، دون نية الخروج منها، إلا بانتهاء الشركة أو فسخها أو استنفاد أغراضها.

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص: 239

<sup>2</sup> الصفحة والمرجع السابق .

<sup>3</sup> عبد الجبار السبهاني، "الوجيز في التمويل والاستثمار وضعيا واسلاميا"، مطبعة حلاوة، اردب-الاردن، ط1، 2012، ص: 118

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

أما في المشاركة المتناقصة فيظل كل شريك متمتعاً بحقوقه، ملتزماً بجميع التزاماته، لكن أحدهما وهو حامل الصك في الغالب لا يقصد منذ بدء التعاقد البقاء في الشركة إلى وقت انتهائها، و إنما يمنح الحق للشريك الآخر في الحلول محله في ملكية المشروع، في حين أن حامل الصك في الشركة الدائمة يقصد البقاء في الشركة حتى نهايتها.

2. مجال تطبيق صكوك المشاركة وآلية تنظيمها: تمثل صكوك المشاركة الاسلوب المالي لما يسمى بالاستثمار الجماعي، والذي من خلاله يتم توفير رأس المال اللازم لتجهيز وتسيير المشاريع بمساهمة الشركاء الذين يحرصون على مراقبة مشاريعهم لأجل تعظيم ارباحهم التي يتم تقسيمها عليهم كل حسب مساهمته وفي حالة الخسارة فيسيتحمل كل مساهم نسبة من الخسارة حسب مساهمته.

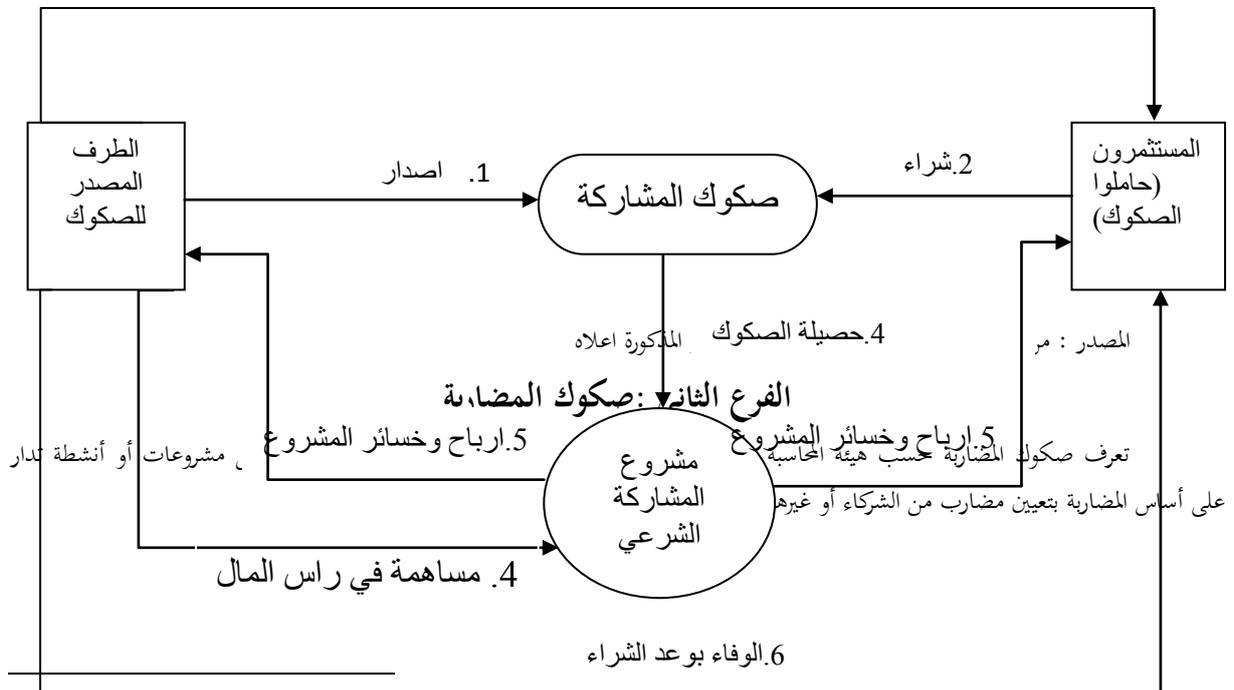
يمكن لصكوك المشاركة ان تكون وسيلة فعالة في يد القطاع الخاص الذي قد يحتاج لعملية التمويل لأجل توسيع مشاريعه، أو لشراء تجهيزات معينة فيطرح هذا النوع من الصكوك على ان يعطى حامل الصك جزء معين من الارباح حال وقوعها، كما يمكن ان تستعملها الحكومات بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة لإنشاء المرافق العامة مثل الموانئ، المطارات، المستشفيات.... الخ.

و يتم تنظيم الصكوك كالآتي:

- 1.2. يقوم الطرف الباحث عن الشريك بإصدار صكوك المشاركة في مشروع شرعي معين.
  - 2.2. يقوم المستثمرون بالاكتتاب في الصكوك المصدرة والتي تمثل مساهماتهم في المشروع، كما يتعهد مصدر الصكوك بإعادة شراء الصكوك بالقيمة المتفق عليها بعد انتهاء المشروع، او عن طريق المشاركة المتناقصة والتي شرحناها سلفاً.
  - 3.2. يتم جمع حصيلة الصكوك مع مساهمة مصدر الصكوك لتكوين رأس مال المشروع، الذي يكون عادة مسير من طرف الجهة صاحبة المشروع .
  - 4.2. يتم توزيع الارباح والخسائر بشكل دوري بين حملة الصكوك والمؤسسة المصدرة.
  - 5.2. في الأخير يتم إعادة شراء الصكوك من طرف الجهة صاحبة المشروع.
- و يمكن تلخيص عملية المشاركة عن طريق صكوك المشاركة كما يلي :

الشكل (04): تنظيم عملية اصدار صكوك المشاركة

### 3. وعد بإعادة شراء الصكوك .



<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص:239.

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

مُصدَّر هذه الصكوك يعرض نفسه مضاربا(مساهما) بجهد وخبرته، و المكتتبون بهذه الصكوك هم أرباب المال في عقد المضاربة(مساهمة رأسمالية) ، و حصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ، و يملك حملة الصكوك صافي أصول وعاء المضاربة زائدا الحصاة المتفق عليها مع المصدر (عامل المضاربة ) ويتحملون الخسارة كاملة إن وقعت بغير تعد او تقصير منه.<sup>1</sup>

1. انواع صكوك المضاربة : يوجد نوعين من صكوك المضاربة تتعلق بوجهة الأموال او برغبة حملة الصكوك في توجيه اموالهم :

أ) صكوك المضاربة المطلقة : وهي الصكوك التي لا يشترط فيها حملة الصكوك توجيه مساهمتهم نوع معين من المشاريع ،فيتكون للمضارب حرية التصرف فيها واختيار المشروع الذي يراه مناسبا ، و ذلك من قبيل الثقة في امانة وخبرة المضارب ، و الاطلاق مهما اتسع هنا فهو مقيد بمراعاة مصلحة الطرفين لتحقيق الغاية من المضاربة وهي الربح.

ب) صكوك المضاربة المقيدة : وهي المضاربة التي يشترط فيها حملة الصكوك مشروعاً معيناً او مجالاً معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضارب ، و لا يحق له الخروج عنها وإلا اعتبر متعدياً.<sup>2</sup>

2. مجال تطبيق صكوك المضاربة وآلية تنظيمها :تعتبر صكوك المضاربة من الوسائل او الطرق التمويلية التي أجازتها الشريعة الاسلامية من أجل تحريك عجلة الاستثمار الشرعي وبالتالي عجلة الاقتصاد، سواء تعلق الأمر بالقطاع الصناعي ،الزراعي أو الخدماتي ،و كما هو الحال في صكوك المشاركة فإن صكوك المضاربة يمكن ان يعتمد عليها القطاع الخاص كأن تطرح مؤسسة ما او وكيل عنها صكوك مضاربة تكون فيها هي المضاربة بجهد وخبرتها في مشروع معين على ان يكون جمهور المكتتبين هم الطرف الممول للمشروع ، كما يمكن ان تستعملها الحكومات لإقامة مشاريع تخدم المجتمع من خلالها ،فتكون هي مضاربة بمال جمهور المكتتبين؛ تكون علاقة المضارب بالممول على الشكل التالي :

1.2. يقوم الطرف المضارب بإصدار صكوك المضاربة بخصاً عن ممول للمشروع الشرعي الذي يرغب الاستثمار به.

2.2. يقوم المستثمرون بالاكتتاب في الصكوك المصدرة والتي تمثل رأس مال المشروع ، كما يتعهد المضارب بإعادة شراء الصكوك بالقيمة المتفق عليها بعد انتهاء المشروع.

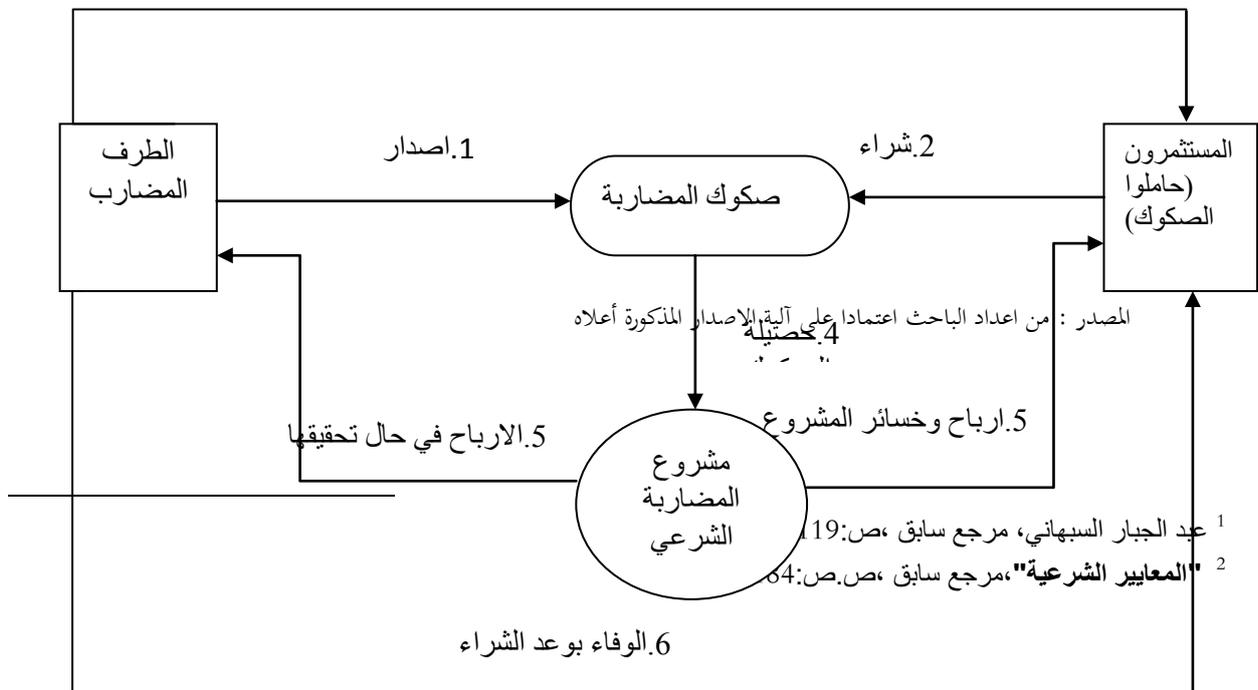
3.2. يتم جمع حصيلة الصكوك لتكون رأس مال المشروع ،الذي يكون عادة مسير من طرف المضارب.

4.2. يتم توزيع الارباح والخسائر بشكل دوري بين حملة الصكوك والمضارب ،ففي حالة الربح لكل طرف جزء من الارباح حسب الاتفاق الأولي ، أما في حالة الخسارة فللمضارب خسارة جهده ورب المال يتحمل خسارة في المال.

و الشكل الموالي يلخص هذه الآلية:

### الشكل (05) :تنظيم عملية اصدار صكوك المضاربة

3. وعد بإعادة شراء الصكوك بعد نهاية المشروع.



### الفرع الثالث: صكوك الوكالة بالاستثمار

صكوك الوكالة بالاستثمار حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية "هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها، المصدر لهذه الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، و يستحقون ربح المشاركة ان وجد"<sup>1</sup>

1. اركان الوكالة بالاستثمار : مما سبق يتضح أن اركان الوكالة بالاستثمار تتمثل فيما يلي:

- ◀ **الموكل** : ويتمثل في حملة صكوك الوكالة بالاستثمار أو المكتتبين في هذا النوع من الصكوك، الذين يمولون الجهة المصدرة للتصرف بأموالهم في النشاط او المشاريع التي يرغبون الاستثمار بها
- ◀ **الوكيل** : وهو الطرف المصدر للصكوك، الذي يعمل على تسيير اموال اصحاب الصكوك لأجل تنميتها من خلال تحقيق الارباح.
- ◀ **الموكل فيه** : وهو النشاط المشروع او المجال الذي تم تفويض الوكيل ليستثمر فيه اموال الموكل.
- ◀ **الصيغة** : والمتمثلة في العقد الذي يربط بين الموكل والوكيل، اين يتم توضيح نوع الموكل فيه واجرة الوكيل وكل الالتزامات والحقوق المتعلقة بطرفي العقد (الموكل والوكيل).

## المطلب الثاني : صكوك الاجارة والصكوك القائمة على الدين(صكوك دعم الاستثمار):

سببنا مجموعة الصكوك هذه بصكوك دعم الاستثمار كونها لا تعتبر مشاركة في المشاريع، بل أنها تعمل على تسهيل الحصول على المنتجات الاستثمارية وحتى الاستهلاكية مقابل مبالغ معينة ونجد في هذا الصنف:

**الفرع الأول : صكوك الإجارة الإسلامية** : لقد أخذت صكوك الاجارة مكانا هاما وسط الصكوك الإسلامية وصارت تتوسع أكثر فأكثر بسبب المزايا التي تحققها وتوفرها للمستثمرين والاقتصاد ككل، وستناول في هذا الفرع تعريف صكوك الاجارة الإسلامية،انواعها وأهم الخصائص والمميزات التي تتوفر عليها هذه الصكوك.

**تعريف صكوك الاجارة الإسلامية** : لقد وجدت عدة تعريف لصكوك للإجارة نذكر منها تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها " وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود استئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك"<sup>2</sup>.

ما يعاب على هذا التعريف انه لم يتطرق لمشروعية المشاريع ومدة الايجار.

كما يعرفها محمد مبارك البصمان على أنها : "عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول، تمثل ملكية اعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها"<sup>3</sup>

هذا التعريف بيّن مشروعية المشاريع من خلال تقييد صكوك الاجارة بما يتفق واحكام الفقه الإسلامي إلا انه لم يحدد مدة الايجار.

مما سبق يمكن ان نعرف صكوك الاجارة الإسلامية على أنها : "مجموعة من الوثائق او الشهادات المتساوية القيمة قابلة للتداول، تتوافق واحكام الشريعة الإسلامية، يصدرها المؤجر او المستأجر او وسيط مالي، لمدة معلومة، تمثل ملكية اصل مؤجر او منفعة او خدمة معلومة، مقابل اجرة معلومة"

1. خصائص صكوك الاجارة : تتميز صكوك الاجارة بمجموعة من الخصائص والمميزات في آن واحد :<sup>1</sup>

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص:241،239

<sup>2</sup> المرجع سابق، ص:238

<sup>3</sup> محمد مبارك البصمان، "صكوك الإجارة الإسلامية"، دار النفائس، الاردن، ط1، 2010، ص.ص:21-22

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

1.2. تشابه صكوك في كثير من خصائص الاوراق المالية من حيث كونها أوراق متساوية ولها قيمة اسمية محددة في نشرة الاصدار والتي توضح حقوق والتزامات اطرافها ، كما انها قابلة للتداول اجمالا في الاسواق المالية، كما ان صكوك الاجارة غير قابلة للتجزئة في حالة الارث او الوصية ،اذ يتعين اختيار ممثل عن الورثة مثلا لينوب عنهم امام الجهة المصدرة.

2.2. يمكن ان يستفيد من صكوك الاجارة كل من القطاع الخاص او حتى القطاع العام من أجل تمويل مشاريع الحكومة او مشاريع البنية التحتية.

3.2. تتميز بالمرونة والسعة: فيمكن ان يصدرها المؤجر او المستأجر عن طريق وسيط مالي -بنك اسلامي او مؤسسة مالية متخصصة -بينهما كما يحدث عادة ، كما يمكن اضافة ازالة الشروط بما يسهل عملية التمويل للمستثمرين والراغبين في هذا النوع من التمويل.

2. انواع صكوك الاجارة : هناك 3 انواع من صكوك الاجارة نحاول التطرق لها وهي:

**1.2 صكوك الأصول المؤجرة :** تعرف هذه الصكوك على انها : "وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا تقبل التجزئة ،و يمكن تداولها بالطرق التجارية ،تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو موعود باستئجارها ،مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثيقة ،و يترتب عليهم مسؤولياتها"<sup>2</sup> المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها ،و المكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكاتب هي ثمن الشراء ،و يملك حملة الصكوك الأصول على الشيوع بغنمها و غرمها ،على اساس المشاركة فيما بينهم.

**2.2 صكوك ملكية المنافع :** هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها المالك لعين موجودة ،أو وكيله، وذلك بغرض تملك المنفعة -دون العين - لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك.

يمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي

الصكوك ،طلما أن المالك لا يمانع من ذلك. أو في ملكية المنفعة للأصل المؤجر.

و بالتالي يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى قسمين:<sup>3</sup>

1.2.2 . صكوك ملكية المنافع الموجودة : و منها نوعان:

أ. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة ،أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إحارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكاتب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي ،بغرض إعادة إحارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكاتب فيها ،و تصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

2.2.2. صكوك ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض احارة اعيان موصوفة في الذمة ،و

استيفاء الاجرة من حصيلة الاكاتب فيها ،و تصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك .<sup>4</sup>

و رغم اختلاف الآراء في حكم جواز هذا النوع من الصكوك بسبب عدم وجود العين لحظة التعاقد إلا ان هناك العديد ممن اخذ برأي المالكية لما ورد في قول الامام ابن القيم رحمه الله في اجازة بيع العينة الغائبة اذا توفرت صفتها ،مع ذكر عدة ضوابط كأن تكون هذه الصكوك متعلقة بمشاريع تنموية ضرورية ،كما انها ممكنة الوجود في العادة او العرف ،مع اصدار قوانين تحمي حاملي الصكوك ،و اشتراط تمتع المؤسسات والبنوك الراعية للإصدار بمركز مالي قوي يؤهلها لتنفيذ هذه المشاريع.<sup>5</sup>

3.2. صكوك اجارة الخدمات : تشابه واجارة المنافع إلا انها تتعلق بتقديم الخدمات كالتهليم والصحة والاستشارة... الخ ونجد فيها كذلك:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاجارة خصائصها وضوابطها -دراسة فقهية اقتصادية"، الدورة 15 لمجمع الفقه

الاسلامي 6-11/03/2004، مسقط-سلطنة عمان ،ص:11

<sup>2</sup> منذر قحف ،"سندات الاجارة والاعيان المؤجرة"، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الاسلامي للتنمية ،جدة ،ط1، 1995 ،ص:63

<sup>3</sup> محمد علي بك ،"صكوك الاجارة بين التشريع والواقع"، <http://www.startimes.com/?t=25906119>، 2010/10/30.

<sup>4</sup> "المعايير الشرعية" ،مرجع سابق ،ص:238

<sup>5</sup> قطب مصطفى سانو ،"صكوك الاجارة"، مجلة مجمع الفقه الاسلامي ،الدورة ال15، العدد15، ج2، 2004، ص:105

<sup>6</sup> "صكوك الإجارة ما بين التشريع والواقع" ،موقع رقابة للاستشارات المالية ،www.raqaba.co.uk

2.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة

التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حاصلة الاكتتاب فيها، وتصحح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

3.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر

موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حاصلة الاكتتاب فيها، وتصحح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

### الفرع الثاني: صكوك المربحة.

تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المربحة، و تصبح سلعة المربحة مملوكة لحملة الصكوك"، و المصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المربحة، و المكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المربحة، و حاصلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، و يملك حملة الصكوك سلعة المربحة ويستحقون ثمن بيعها.<sup>1</sup> لقدت طرحت فكرة صكوك المربحة في ندوة البركة الثانية المنعقدة بتونس 4-8 نوفمبر 1984، من خلال مداخلة الدكتور سامي حمود، ابن قال: "وقد كان بيع المربحة من ابرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أن بيع المربحة بعد أن يتم يمكن فيه تماما معرفة الربح وموعد تحققه، و نسبة ما يستحق من الزمن، و ما يتبقى من أيام"<sup>2</sup>.

1. أنواع المربحة : والمربحة نوعان :

1.1 المربحة في شكلها البسيط : هذه الصورة كما ذكر المالكية هي: ان يعرّف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها، و يأخذ منه ربحا إما

على الجملة مثل ان يقول: اشتريتها بعشرة وتربحني ديناراً أو دينارين، و إما على التفصيل وهو ان يقول: تربحني درهما لكل دينار، او نحوه أي اما بمقدار مقطوع محدد وإما بنسبة.<sup>3</sup>

2.1. المربحة للأمر بالشراء: المربحة للأمر بالشراء والتي تقوم عليها صكوك المربحة، وتعتبر من أكثر العقود التي تعتمد عليها البنوك الإسلامية والاكثرت انتشارا

، باعتبار هذا العقد اقل مخاطرة، فقد يرغب زبون معين بشراء سلعة معينة ولا يملك المال لذلك، فيتقدم إلى البنك بأمر الشراء، فينوب البنك عن الزبون ويقوم بشراء السلعة المرغوب فيها من طرف الزبون، على ان يبيعها لهذا الاخير بزيادة معلومة لأجل معلوم، كما يلتزم الزبون بشراء هذه السلعة.

2. شروط المربحة وآلية عمل صكوك المربحة:

1.1. شروط المربحة : تتمثل شروط بيع المربحة في ماييلي:<sup>4</sup>

◀ أن يكون الثمن الأول معلوما للمشتري الثاني لأن المربحة بيع بالثمن الأول مع زيادة ربح والعلم بالثمن الأول شرط لصحة البيع فإذا لم يكن معلوما فهو فاسد.

◀ أن يكون الربح معلوما لأنه جزء من الثمن، و العلم بالثمن شرط لصحة البيع.

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص.ص:239-241.

<sup>2</sup> علي محي الدين القرّة داغي، "بحوث في الاقتصاد الإسلامي"، دار البشائر الإسلامية، بيروت، ط3، 2009، ص:355.

<sup>3</sup> محمد بن أحمد بن جزي الكلبلي الغرناطي، "القوانين الفقهية في تخصيص مذهب المالكية"، تحقيق محمد بن سيدي محمد مولاي، المكتبة الوقفية،، <http://ia700603.us.archive.org/5/items/waq115670/115670.pdf>، 2013/12/12، ص413.

<sup>4</sup> "المربحة"، إضاءات، العدد3، فيفري-مارس 2010، ص:05.

◀ ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلاً بجنسه من الاموال الربوية مثل أن يشتري مكيلاً أو موزوناً بجنسه مثلاً بمثل (كأن يشتري كيلو تمر مرايحة) فلا يجوز أن يبيعه مرايحة، لأن المرايحة يبيع بالثمن الأول وزيادة، و الزيادة في أموال الربا تصحح ربا لا ربحاً.

### 2.2. آلية عمل صكوك المرايحة:

يمكن تلخيص آلية عمل صكوك المرايحة كما يلي : يقوم حملة الصكوك من خلال وكيل حملة الصكوك، الذي يكون بنكا في العادة، بشراء سلع من موردين مثل سوق لندن للمعادن أو بورصة سوق السلع الماليزية، و ذلك بثمان حال، و أن يبيع حملة الصكوك هذه السلعة على مصدر الصكوك بثمان مؤجل وريخ محدد لمدة 7 سنوات مثلاً، و أن يصدر مصدر الصكوك صكوكاً لصالح حملة الصكوك تثبت مديونية مصدر الصكوك لحملة الصكوك، و يذكر في الشهادة قيمة الدين الذي سيتم سداؤه ومدة ذلك.

### الفرع الثالث :صكوك السلم والاستصناع.

#### 1. صكوك السلم :

يبيع السلم في الاصطلاح الفقهي هو بيع آجل بعاجل، فالسلم نوع من البيع يتأخر فيه المبيع (و يسمى المسلم فيه)، و يتقدم فيه الثمن (و يسمى رأس مال السلم) فهو عكس البيع بثمان مؤجل. و يسمى البائع بالمسلم إليه أما المشتري فيسمى المسلم، و قد ثبتت مشروعية بيع السلم في الكتاب والسنة.<sup>1</sup>

#### 1.1. شروط صحة بيع السلم : من شروط بيع السلم نذكر :<sup>2</sup>

- \* أن يكون بدلته مما احله الله، فلا يجوز السلم في الخمر والخنزير... الخ
- \* أن يكون بدلاه مختلفين حتى لا يكون فيه ربا فضل او نسيئة.
- \* أن يسلم الثمن فوراً وأجاز المالكية تأخيره ثلاثة ايام على الاكثر.
- \* أن يكون المبيع موصوفاً وصفاً يمنع النزاع.
- \* أن يكون مكان وزمان التسليم معلوماً فالقيمة قد تختلف باختلاف الزمان والمكان.
- \* أن يكون مقدوراً على تسليمه بحيث يغلب الظن على وجود المبيع عند حلول الاجل في حقل البائع او في السوق.

**2.1. تعريف صكوك السلم :** تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها : "وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لتحصيل رأس مال السلم، و تصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم، و المكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، و حصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم) ، و يملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، او ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي ان وجد"

**3.1. مجالات تطبيق صكوك السلم :** بإمكان الاستفادة من صكوك السلم في عدة مجالات كمحال الطاقة والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن ان تستفيد الحكومات من هذه الصكوك لدعم مشروعاتها التنموية، كأن تصدر صكوك سلم متعلقة بالبتترول باعتبارها دولة منتجة قادرة على تسليم البترول، و ذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور اذا يمثل الصك كمية محددة من البترول، و يستحق لأجال محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين، و عليه تستلم الحكومة رأس مال السلم وتستعمله في مشاريع تنموية، و عند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع وتبيعه وكالة عن حامل الصك، و دفع القيمة له ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.<sup>3</sup>

**2. صكوك الاستصناع :** لقد قمنا بتصنيف عقود الاستصناع في نفس الفرع مع عقود السلم نظراً للتشابه الكبير بينهما مع وجود بعض الاختلافات البسيطة بينهما.

<sup>1</sup> موقع الشيخ صالح بن عبد العزيز بن محمد بن ابراهيم آل الشيخ، <http://moamlat.al->

<sup>2</sup> رفيف يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دار القلم، دمشق، ط1، 2005، ص:170.

<sup>3</sup> منذر قحف، مرجع سابق، ص:91.

و عقد الاستصناع من العقود المتواجدة من الزمن القدام ، و يعتبر من العقود التي تميز حاضرا خاصة مع التطور الصناعي والثورة التكنولوجية، واستصناع الشيء لغيره هو الدعوة إلى صنعه<sup>1</sup> .

اما اصطلاحا فهو ان يطلب انسان من آخر شيئا لم يصنع بعد ،ليصنع له طبق مواصفات محددة ،بمواد من عند الصانع مقابل عوض محدد ، و يقبل الصانع بذلك.<sup>2</sup>

### 1.2. شروط عقد الاستصناع :

يشترط لعقد الاستصناع شروط خاصة - إضافة إلى شروط البيع -، هي :<sup>3</sup>

- أ) أن يكون المصنوع معلوماً : بتحديد مواصفات الشيء المطلوب صناعته تحديداً وافيةً يمنع التنازع عند التسليم.
- ب) أن يكون المصنوع مما تدخله الصناعة، فلا يصح في البقول والحبوب ونحو ذلك .
- ج) أن يكون الشيء المصنوع مما يجري التعامل فيه ؛ لأن الاستصناع جائز استحساناً، فلا يصح فيما لا تعامل فيه، وذلك يختلف بحسب الأعراف السائدة في كل مكان وزمان، فلا يقاس مكان على مكان ولا زمان على زمان، وأما إذا كان الشيء المطلوب صنعه مما لم تجر به العادة بصناعته فإنه يمكن التوصل إليه بطريق السلم.
- د) أن تكون المواد المستخدمة في الشيء المصنوع من الصانع، فإذا كانت من المستصنع فإنه يكون عقد إجارة لا عقد استصناع.
- هـ) بيان الثمن جنساً وعدداً بما يمنع التنازع، فالجنس : كالدينار الجزائري، والعدد : كالمائة والألف .
- و) بيان مكان تسليم المبيع إذا احتيج إلى ذلك .

**2.2. صكوك الاستصناع :** تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها : " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة ، و يصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، والمصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع) ، و المكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع ، و يملك حملة الصكوك العين المصنوعة ، و يستحقون ثمن بيعها ، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد"<sup>4</sup>.

من خلال التعريف السابق ذكره يمكن استنتاج آلية عمل صكوك الاستصناع، فمصدر الصكوك هو الطرف المنتج أو القادر على صناعة السلعة ، فيعرض تلك الصكوك مبرزا قدرته على صناعة السلعة ، و هنا يتقدم الراغبون في شراء السلعة المراد تصنيعها فيشترطون تلك الصكوك على ان تكون هذه السلعة ملكا لهم ، فيستحقون ما ينتج عن بيعها ولهم حق التصرف فيها. كما يمكن ان يكون الاستصناع موازيا وهو الغالب وذلك باعتماد طرف ثالث .

و لتبسيط فكرة صكوك الاستصناع نفرض ان شركة الخطوط الجوية الجزائرية ترغب في توسيع اسطولها الجوي باقتناء طائرات جديدة بمواصفات معينة ، إلا انها لا تملك التمويل اللازم لشراؤها ، و هنا تقوم الشركة بطرح صكوك استصناع بقيمة المبلغ المطلوب ، و عندما يتم تجميع قيمة الاصدار من المكتتبين يتم ابرام عقد استصناع مع الشركة المصنعة للطائرات ويتم الاتفاق على مواصفات هذه الطائرات وصفا دقيقا لا يؤدي إلى الجهالة او إلى وقوع منازعات وخلافات بين الشركة والصانع ، و بعد الانتهاء من تصنيع الطائرات واستلامها تصبح ملكا لحملة الصكوك ، و هذه الصكوك تستحق الربح اذا ربحت وتتحمل الخسارة ان حدثت وفقا لقاعدة الغنم بالغرم ، كما يمكن تداولها وفق الضوابط الشرعية .

## المطلب الثالث :صكوك الزراعة.

لقد اهتم الاقتصاد الاسلامي بالقطاع الزراعي فوّر عدد من العقود والفرص التي تشجع على الاستثمار في هذا القطاع ، و هي عقود المزارعة ، المغارسة وعقود الاستصناع والتي اصبح يقابلها صكوك تتوافق او تقوم على خصائص هذه العقود.

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 2508.

<sup>2</sup> سعد بن تركي الخثلان ، "المعاملات المالية المعاصرة" ، دار الصميعة للنشر والتوزيع ، السعودية ، ط1، 2012 ، ص:135.

<sup>3</sup> علي خفيف ، "أحكام المعاملات الشرعية" ، دار الفكر العربي ، القاهرة 2008 ، ص.ص:430-431

<sup>4</sup> "المعايير الشرعية" ، مرجع سابق ، ص.ص:241، 239.

### الفرع الأول: صكوك المزارعة.

المزارعة لغةً من الزرع، فنقول زرع الحَبَّ يزرعه زرعاً وزراعَةً: بَدَرَهُ، و الاسم الزرعُ، وقد غلب البُرُّ والشعير، وقيل الزرع نبات كل شيء يحترث، و قيل الزرع طرح البذر.<sup>1</sup>

المزارعة اصطلاحاً: دفع الأرض إلى من يزرعها ويعمل عليها، و الزرع بينهما، و هي جائزة في قول كثير من أهل العلم. قال البخاري: قال أبو جعفر: ما بالمدينة أهل بيت إلا ويزرعون على الثلث والرابع، و زارع عليّ، و سعد، و ابن مسعود، و عمر بن عبد العزيز، و القاسم، و عروة، و آل أبي بكر، و آل عليّ، و ابن سيرين.<sup>2</sup>

اذن المزارعة هي عقد شركة في الزرع بمقتضاه يقدم أحد المتعاقدين الأرض والآخر يقدم العمل مقابل نصيب مشاع من الإنتاج كالنصف والثلث مثلاً. مثال ذلك: أن يقوم من له أرض ولا يقدر على زرعها بالاتفاق مع طرف ثان لا يملك أرضاً ولكنه متفرغ ويحسن أن يزرعها، فيقول: مني الأرض ومنك الزرع، و لك نسبة من هذا الزرع، قد تكون الثلث أو الربع أو النصف، بحسب الاتفاق المبرم. و يمكن لصاحب الأرض ان يدفع البذر على ان يزيد في نصيبه.

**1. تعريف صكوك المزارعة:** لقد عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على اساس المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد، و المصدر لتلك الصكوك قد يكون صاحب الارض، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل انفسهم أو بغيرهم)، و حصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، كما قد يصدرها المزارع والمكتتبون فيها هم اصحاب الارض (المستثمرون الذين اشترت الارض بحصيلة اكتتابهم)، و يملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الارض"<sup>3</sup>

**2. آلية عمل صكوك المزارعة:** من خلال التعريف يتضح ان صكوك المزارعة تحمل نفس خصائص باقي الصكوك من حيث انها وثائق متساوية مجموع ما يتم تحصيله في عملية الاكتتاب يمثل رأس مال المشروع، و يمكن لصاحب الارض أن يقوم بإصدار هذه الصكوك فيكتب فيها المزارعون الذين يتكفلون بزراعة الارض بأنفسهم او بتكليف عمال يتوبون عنهم، أو ان يقوم المزارعون بإصدار الصكوك على ان يقوم المستثمرون بالاكتتاب فيها وحصيلة الاكتتاب يتم بما شراء الارض وتمويل عملية زراعة الارض، على ان تكون الارض ملكاً للمكتتبين، و من خلال العقد يتم تحديد نصيب كل طرف مما تنتجه الارض.

### الفرع الثاني: صكوك المساقاة

المساقاة لغةً من السقي والمساقاة في النخيل والكروم على الثلث والرابع وما أشبه، يقال: ساقى فلان فلاناً نخله أو كزَّمَهُ إذا دفعه إليه واستعمله فيه على أن يعمَرَهُ ويسقيه ويقوم بمصلحته من الإبار وغيره، فما أخرجته الله منه فللعامل سهم من كذا وكذا سهماً مما تُعَلُّهُ، و الباقي للمالك النخل، و أهل العراق يسمونها المعاملة.<sup>4</sup>

اما المساقاة اصطلاحاً هي ذلك النوع من الشركات التي تقوم على أساس بذل الجهد من العمل في رعاية الأشجار المثمرة وتعهدها بالسقي والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الثمار بينهما بنسبة معينة متفق عليها.<sup>5</sup>

**1. تعريف صكوك المساقاة:** تعرف صكوك المساقاة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية كما يلي: "هي وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والانفاق عليها ورعايتها على اساس عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد، و المصدر لتلك الصكوك هو صاحب الارض (مالكها او مالك منافعتها) التي فيها الشجر، و المكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، و حصيلة

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 1826.

<sup>2</sup> موقع اسلام ويب،

<sup>3</sup> <http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option=FatwaId&Id=114021> 2013/12/30.

<sup>4</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 239، 241.

<sup>5</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 2040.

<sup>6</sup> "المزارعة والمساقاة.. منتجات وخدمات اسلامية تعزز الانتاجية وتوفر فرص العمل"، جريدة الدستور الاردنية، العدد: 16093

عمان 2012/05/01، ص: 26.

الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، كما قد يكون المصدر هو الساقى (صاحب العمل) والمكتتبون هم اصحاب الارض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الاشجار.<sup>1</sup>

2. آلية عمل صكوك المساقاة: من خلال التعريف يتضح ان صكوك المساقاة لها نفس خصائص باقي الصكوك من حيث انها وثائق متساوية، مجموع ما يتم تحصيله في عملية الاكتتاب يمثل رأس مال المشروع، و يمكن لصاحب الارض سواء كان مالكا لها او لمنافعها أن يقوم بإصدار هذه الصكوك فيكتتب فيها المساقون الذين يتكفلون بسقاية الاشجار ورعايتها بأنفسهم او بتكليف عمال ينوبون عنهم، أو ان يقوم المساقون بإصدار هذه الصكوك على ان يقوم المستثمرون بالاكتتاب فيها وحصيلة الاكتتاب يتم بها سقي الاشجار والاعتناء بها إلى أن تثمر، و من خلال العقد يتم تحديد نصيب كل طرف مما تثمره الاشجار.

### الفرع الثالث: صكوك المغارسة.

المغارسة لغةً من الغرس فنقول غرس الشجر والشجرة يغرستها غرسًا، و الغرسُ: الشجر الذي يغرَس ويثبت في الارض.<sup>2</sup> اما اصطلاحا "فهو عند مالك ان يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرَس فيه عددا من الثمار معلوما، فإذا استحق الثمر كان للغارس جزء من الارض" متفق عليه<sup>3</sup>

المغارسة جائزة عند المالكية بشروط، و من شروطها ان يكون الشجر من صنف واحد متقارب، و ان لا يكون لسنين كثيرة، كما ذهب الحنفية إلى جوازها اذا كانت على الشجر والثمر دون الارض، لأن الارض موجودة أصلا قبل عقد المغارسة ولا دخل لعمل العامل فيها حتى تكون له حصة فيها<sup>4</sup>

1. تعريف صكوك المغارسة: عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية صكوك المغارسة على انها " وثائق متساوية القيمة يتم اصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس اشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على اساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الارض والغرس (الاشجار)، و يقوم مالك الارض الصالحة لغرس الاشجار بإصدار تلك الصكوك، و المكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، و حصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر، و قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم اصحاب الارض (المستثمرون الذين غرست الارض بحصيلة اكتتابهم )، و يستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الارض والشجر"<sup>5</sup>.

2. آلية المغارسة : يمكن تطبيق المغارسة من خلال ثلاثة صور :

- أ. صورة الإجارة : هي المغارسة التي يكون فيها العوض الذي يأخذه العامل أجرة معلومة مقابل غرس الشجر وتلزم المتعاقدين بمجرد العقد.
- ب. صورة الجعالة: و هي المغارسة التي يكون فيها العوض الذي يأخذه العامل أجرة معلومة مقابل كل شجرة نبتت وتحقق ثبوتهما، ولا يستحق الأجرة إلا بتمام العمل. و هي لا تلزم المتعاقدين بمجرد العقد وللعامل ترك العمل متى شاء.<sup>6</sup>
- ج. صورة الشركة: و هذه الصورة هي المقصودة في صكوك المغارسة من خلال التعريف المذكور اعلاه، وهي إعطاء شخص أرضه لمن يغرَس فيها شجرا على أن يكونا شريكين في الأرض والشجر بنسبة معلومة إذا بلغ الشجر قدرا معنيا من النماء. فيقوم اصحاب الارض الصالحة لغرس اشجار معينة بإصدار صكوك مغارسة يكتتب فيها المغارسون وهم اصحاب العمل المكلفون بغيرس الشجر والاعتناء به إلى ان يثمر عادة، و تمثل حصيلة الاكتتاب

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص.ص:242،239.

<sup>2</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص:3240

<sup>3</sup> ابن رشد، "بداية المجتهد ونهاية المقتصد"، ج2، مطبعة الاستقامة، القاهرة 1952، ص:233

<sup>4</sup> زياد الدماغ، "دور الصكوك الاسلامية في دعم قطاع الوقف الاسلامي"، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي حول "قوانين الاوقاف وادارتها وقائع وتطلعات"، الجامعة الاسلامية العالمية، ماليزيا 20-22 اكتوبر 2009، ص:11.

<sup>5</sup> "المعايير الشرعية"، ص.ص:242،240.

<sup>6</sup> الاستبرق للعلوم الشرعية،

تكاليف المغارسة، كما يمكن ان يصدر المغارسون هذا النوع من الصكوك واصحاب الارض هم المكتتبون ، و يتم الاتفاق في نشرة الاصدار على حصة كل طرف في الارض والشجر بعد ان ينمو إلى حد معين يتم الاتفاق عليه سلفا.

## المبحث الثالث : اصدار وتداول الصكوك:

فقد عرف التصكيك بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول سواء كانت المضمونة او غير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها إلى المستثمرين (حملة الصكوك).<sup>1</sup> وأما الدكتور منذر قحف فقد عرفه بأنه وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولا مالية.<sup>2</sup>

اذن يمكن ان نعتبر التصكيك او التسنييد او التوريد هو اصدار صكوك ممثلة لأصول او منافع او خدمات ينتج عنها منفعة ، و طرحها للاكتتاب. و تمر الصكوك خلال فترة تواجدها عبر ثلاثة مراحل ، و هي الاصدار، التداول والاطفاء

### المطلب الأول :مرحلة اصدار الصكوك.

تمثل هذه المرحلة اولى مراحل عملية التصكيك ،بحيث يتم من خلالها اصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب العام او الخاص ، و من خلال ما يسمى بنشرة الاصدار يتم تحديد شروط الاكتتاب والتزامات وحقوق المصدر والمكتتب ، كما تتمثل عملية الايجاب والقبول من خلال اكتتاب الجمهور (الايجاب) وموافقة الجهة المصدرة (القبول). و يتدخل في عملية الاصدار مجموعة عناصر.

### الفرع الأول :المتدخلون في عملية التصكيك.

تتم عملية التصكيك بتدخل كل من :

1. الأطراف الرئيسية : وتتمثل في<sup>3</sup>:

1 Dualeh, Suleiman Abdi, Islamic Securitization: Practical Aspects, Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banling, Geneva-swtzerland, 1998, p:2

قحف، منذر، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-السعودية 2000م، ص 34  
<sup>3</sup> اختر زيتي عبد العزيز، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19، الامارات العربية، 26-30 افريل 2009، ص:05.

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

- أ) **الجهة أو مؤسسة المنشئ أو البادئة**: و تتمثل في المؤسسة الراغبة في تصكيك اصولها او تحويلها إلى صكوك اسلامية.
- ب) **الجهة المصدرة او الشركة ذات الغرض الخاص المعروفة بـ (SPV) Special Purpose Vehicle**: وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.
- ج) **المستثمرين أو حملة الصكوك**: يقومون بالاكتتاب في الصكوك المصدرة مقابل استرداد قيمتها بالإضافة إلى العائد على هذه الصكوك الناتج عن نشاط الاصول المصككة.
2. الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:
- أ) **شركة التصنيف الائتماني**: و تتمثل وظيفتها في تصنيف الاصدارات المالية من حيث تحديد سعرها العادل والمخاطر التي تنطوي عليها اضافة إلى تقييم كفاءة العميل ، و من هذه الشركات نجد الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف الائتماني ومقرها البحرين ، و الوكالة الماليزية للتصنيف الائتماني ومقرها ماليزيا.<sup>1</sup>
- ب) **مدير ومستشار الإصدار**: يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاكتتاب.
- ج) **أمين الاصدار او الاستثمار**: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والاشراف على مدير الاصدار وتخفظ بالوثائق والضمانات وذلك على اساس عقد وكالة بأجر تحده نشرة الاصدار.<sup>2</sup>
- د) **مدير الاستثمار**: وهو من يقوم بأعمال الاستثمار او جزء منها بتعيين من المصدر او مدير الاصدار وفقا لما تحده نشرة الاصدار.<sup>3</sup>
- هـ) **متعهد الدفع**: وهو الجهة المتعهددة بالاكتتاب في باقي الصكوك التي لم يتم الاكتتاب بها ويمكن ان تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها، شريطة ان يتم هذا الالتزام دون اجر ممن قدمه ويعلن عنه في نشرة الاصدار.
- و) **هيئة الرقابة الشرعية**: و هي الجهة التي تراقب مدى توافق الصكوك الصادرة والضوابط الشرعية .

### الفرع الثاني: مراحل تنظيم عملية اصدار الصكوك.

تتم عملية اصدار الصكوك من خلال مجموعة من الخطوات ليس يمكن ايجازها فيما يلي<sup>4</sup>:

1. اعداد التصور والهيكلة التنظيمي لاصدار الصكوك الاستثمارية اعتمادا على المستشارين القانونيين والشرعيين ودراسة الجدوى وتوضيح هذا التصور من خلال نشرة الاصدار ،التي تحتوي كذلك على حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات او المتدخلون في عملية الاصدار.
2. انشاء الشركة ذات الغرض الخاص SPV والتي تقوم بشراء الموجودات التي ستغطي الصكوك المصدرة.
3. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الاموال التي ستمول بها الموجودات المثلثة بالصكوك.

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر ،"الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19 ،الامارات العربية ،26-30 افريل 2009 ،ص:07.

<sup>2</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص:250

<sup>3</sup> الصفحة والمرجع السابق.

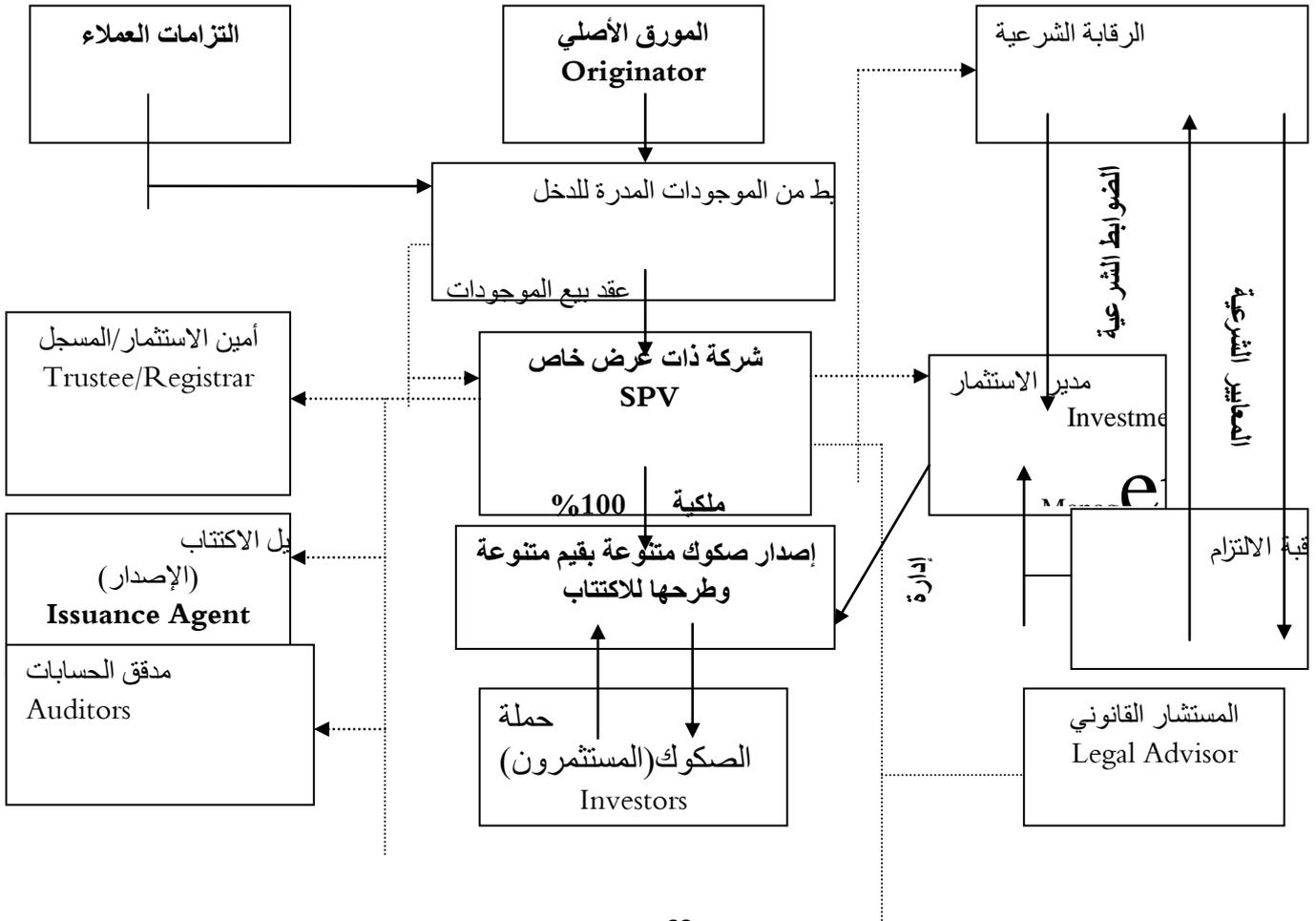
<sup>4</sup> عبد الستار ابو غدة ،"بحوث في المعاملات والاساليب المصرفية الاسلامية"، مجموعة دلة البركة ،ج2 ،السعودية 2002 ،ص:87

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

4. تسويق الصكوك إما بالطرح المباشر للجمهور واما ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الاعيان او المنافع إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنك او مجموعة بنوك عادة ، و ذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.
5. التعهد بتغطية الاكتتاب : تسعى الجهة المصدرة للصكوك لتأمين تغطية كاملة للصكوك من طرف مؤسسة مالية مستعدة لهذا التعهد من خلال توفير السيولة ،مقابل ان يباع لها بسعر أقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعده بالتغطية ، و بعد التملك من تلك الجهة تقوم بتوكيل الجهة القائمة بعملية الاصدار بالبيع والتسويق.

و من خلال الشكل الموالي تتضح آلية اصدار الصكوك بصفة عامة :

الشكل (06) : آلية اصدار الصكوك الاسلامية



المصدر: فؤاد محمد أحمد محسن، "الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم للدورة ال19 لجمع الفقه الاسلامي الدولي، الامارات، 26-30 افريل 2009، ص:46

### الفرع الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاسلامية:

لقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك وقد تمثلت فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1.3. يجوز اصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على اساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
- 2.3. يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الاعيان والمنافع والخدمات، و ذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.
- 3.3. تترتب على عقد الاصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على اساسه، و ذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- 4.3. طرفا عقد الاصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.
- 5.3. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الاصدار وفق العقد وصفته الشرعية كما تم توضيحه في المبحث السابق.
- 6.3. تنظم عقود اصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، و تترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.
- 7.3. تمثل نشرة اصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها للمكتتبين، و يمثل الاكتتاب في الصك إيجابا اما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة، إلا إذا صرح في نشرة الاصدار أنها إيجاب فيكون الاكتتاب هو القبول.
- 8.3. يراعى في نشرة الاصدار ما يلي:

- ان تتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الاصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، و ذلك مثل وكيل الاصدار، و مدير الاصدار، و منظم الاصدار، و امين الاستثمار، متعهد التغطية وغيرهم، كما تتضمن شروط تعيينهم وعزهم.
- ان تتضمن نشرة الاصدار تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على اساسه (مشاركة، مضاربة، استصناع، مزاغة...).
- ان يكون العقد الذي اصدر الصك على اساسه مستوفيا لأركانه وشروطه، و ان لا يتضمن شرطا ينافي مقتضاه او يخالف احكامه.
- ان ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، و على وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الاصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.
- ان تنص النشرة على ان يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول اليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.
- يجب ان تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وان يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.
- أن لا تشمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك للمالك قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي او التقصير، و لا قدرا معيناً من الربح، و لكن يجوز ان يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم 5 بشأن الضمانات البند 6/7\* كما يجوز ان يقدم مصدر

<sup>1</sup> " المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص:240-243

\* يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب او وكيل الاستثمار و غير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد و بين عقد التمويل بالمضاربة، أو عقد الوكالة بالاستثمار.

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

الصك مالكة بعض الضمانات لضمان مسؤوليته في حالات التعدي او التقصير ،مع مراعاة البند 3/4/1/3\*\* من المعيار الشرعي رقم 12 المتعلق بالشركة (المشاركة) والشركات الحديثة والعقود الواردة فيه.

9.3. يجوز ان تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من صكوك ،و يكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبني على اساس الوعد الملزم ،و لا يجوز ان يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة البند 4/2/1/4\*\*\* من العبار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة والشركات الحديثة.

10.3. يجوز ان تصدر الصكوك لآجال قصيرة او متوسطة او طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد الاجل ،و ذلك حسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على اساسه.

11.3. يجوز ان ينظم مصدر الصكوك او حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر ،او للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع) ،مثل انشاء صندوق تأمين اسلامي بمساهمة من حملة الصكوك ،او الاشتراك في تأمين اسلامي تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد او من تبرعات حملة الصكوك ،لا مانع شرعا من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

من خلال هذه الضوابط المذكورة نستنتج ان الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك هي نفس الضوابط الشرعية المطبقة على عقود المعاملات الشرعية والتي على اساسها يتم اصدار الصكوك بحيث تأخذ اسم العقد على قامت على اساسه.

## المطلب الثاني :تداول وإطفاء الصكوك الاسلامية

### الفرع الأول مفهوم مرحلة التداول والإطفاء

1. مفهوم مرحلة التداول : هي المرحلة الموالية عادة لإصدار الصكوك اين تتم عملية انتقال الصك من حامل الصك إلى طرف آخر عن طريق البيع مباشرة او بتدخل الوسطاء ،و بالتالي انتقال جميع الحقوق المقررة شرعا لحامل الصك من تملك وبيع ورهن وإرث ،و قد يتم بيع الصك اما بالقيمة الاسمية او السوقية او أكثر من ذلك او اقل بحسب ما يتراضيا عليه البائع (المالك القلم للصك) والمشتري (المالك الجديد للصك)<sup>1</sup>.

2. استرداد او اطفاء الصكوك: الاطفاء بالنسبة للسندات الربوية هو دفع قيمتها الاسمية مع فوائد ربوية يتم تحديدها في تواريخ معينة قد تكون 3 او 5 او 7 سنوات مثلا .

أما اطفاء الصكوك فهو استرداد مال المضاربة من طرف رب مال صكوك المضاربة ،او استرداد للمال المساهم في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل ،أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار الاسلامية .

### الفرع الثاني :الضوابط الشرعية لتداول الصكوك واطفائها : كما كان الحال في ضوابط اصدار الصكوك فقد حدد هيئة المحاسبة

والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية مجموعة من الضوابط الشرعية تحكم عملية تداول واسترداد الصكوك الاسلامية ولنا ان نوجزها فيما يلي<sup>2</sup> :

\*\* يجوز التعهد من طرف ثالث منفصل في شخصيته و ذمته المالية عن أطراف الشركة بتحمل الخسارة شريطة أن يكون التعهد التزاما مستقلا عن عقد المشاركة ،ومن دون مقابل وشريطة ألا يكون الطرف الثالث(المتعهد بالضمان )جهة مالكة أو مملوكة بما زاد عن النصف للجهة المتعهد لها ،و عليه لا يحق للشريك المستفيد من التعهد الدفع ببطان الشركة أو الامتناع عن الوفاء بالتزامه بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن الالتزام كان محل اعتبار عقد الشركة.

\*\*\* يجوز ضمان الاصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان ،وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار و هو تعهد من الملزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ماتبقى مما لم يكتب فيه غيره ،و يجوز الحصول على مقابل عن العمل غير الضمان مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

<sup>1</sup> نقاشي محمد ابراهيم ،"عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية" ،المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة

وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة ، الجامعة الاسلامية ماليزيا 2006 ،ص:60

<sup>2</sup> "المعايير الشرعية" ، مرجع سابق ،ص:243-245

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

- 1.2. يجوز تداول الصكوك واستردادها اذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من اعيان او منافع او خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، اما قبل النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- 2.2. في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة اصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد اتمام عملية الاصدار، بسعر السوق، و لا يجوز ان يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
- 3.2. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات أو الوسائل الالكترونية أو المناولة اذا كانت لحاملها.
- 4.2. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة او الموعود باستجارتها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.
- 5.2. يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق، أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.
- 6.2. يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، و هي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- 7.2. يجوز للمصدر ان يسترد صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفعت ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على ان لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً، كما هو موضح في البند 4/3 من المعيار الشرعي رقم 09 المتعلق بالإجارة والاجارة المنتهية بالتملك (الملحق رقم 01)
- 8.2. لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الاعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداولها.
- 9.2. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، و هي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- 10.2. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- 11.2. يجوز اجراء اجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك في الصور المشروعة في البندين (8.2) و(10.2) المذكورين اعلاه او خدمة بشرط عدم الربط بين عقدي الاجارة.
- 12.2. يجوز للمشتري الثاني لمنافع الاعيان المعينة ان يبيعها ايضاً وان يصدر صكوكاً بذلك.
- 13.2. يجوز تداول او استرداد صكوك الاستصناع اذا تحولت النقود إلى اعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، اما اذا دفعت حسيبة الصكوك ثمناً في استصناع مواز او تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.
- 14.2. لا يجوز تداول صكوك السلم.
- 15.2. لا يجوز تداول صكوك المراحة بعد تسليم بضاعة المراحة للمشتري، اما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- 16.2. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الاعيان والمنافع.
- 17.2. يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط اذا كان حملة الصكوك مالكي الارض. أما اذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة او السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد اذا كان التداول بعد بدو الزرع او الثمر.

18.2. يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الارض أم الملتزمين بالغرس.

## المطلب الثالث: تطور عمليات اصدار الصكوك عبر العالم

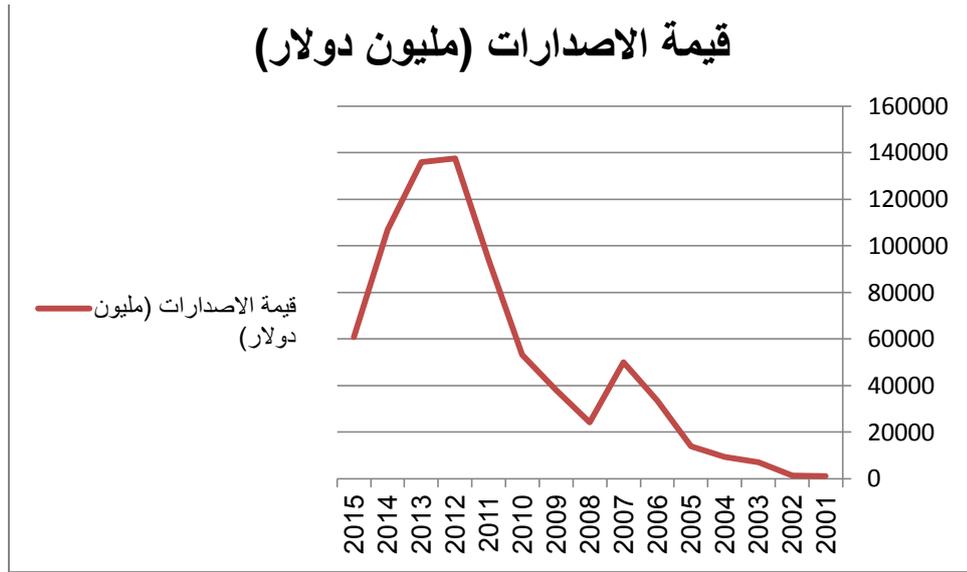
**الفرع الأول: تطور عمليات الاصدار :** لقد تطورت عمليات اصدار الصكوك بشكل ايجابي منذ 2001 إلى غاية 2015 فبعد ان كان الاصدار مقدر بـ 1.172 مليار دولار سنة 2001 اصبح الاصدار سنة 2012 مقدرًا بـ 137.5 مليار أي بنسبة نمو اجمالي مقدر بـ 11631.99% خلال 11 سنة ليبدأ في التراجع الى غاية 2015 ومن خلال الجدول والشكل المواليين يمكن ايضاح تطور عمليات الاصدار ونسبة النمو السنوية والمتراكمة

الجدول (04) : تطور اصدارات الصكوك من 2001 إلى ديسمبر 2015

السنوات	قيمة الاصدارات (مليون دولار)	نسبة الزيادة	الزيادة بالنسبة 2001
2001	1172		
2002	1371	16,98%	16,98%
2003	7207	425,67%	514,93%
2004	9465	31,33%	707,59%
2005	14008	48,00%	1095,22%
2006	33607	139,91%	2767,49%
2007	50041	48,90%	4169,71%
2008	24337	-51,37%	1976,54%
2009	38070	56,43%	3148,29%
2010	53125	39,55%	4432,85%
2011	93573	76,14%	7884,04%
2012	137599	47,05%	11640,53%
2013	135870	-1,26%	11493,00%
2014	106960	-21,28%	9026,28%
2015	60693	-43,26%	5078,58%
المجموع	767098		

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقرير السنوي للسوق الاسلامية المالية الدولية (IIFM)، العدد 5، مارس 2016

الشكل (07) :تطورات اصدار الصكوك 2001-2015



المصدر: من اعداد الباحث انطلاقا من معطيات الجدول اعلاه

من خلال الجدول والرسم البياني اعلاه نلاحظ ان سوق اصدار الصكوك شهد ارتفاعا وتزايدا مستمرا من 2001 إلى 2012 ،فإصدارات كل سنة تكون اعلى من سابقتها سواء تعلق الامر بعدد الاصدارات او قيمتها ،عدا سنة 2008 اين شهدت انخفاضاً في قيمة الاصدارات ،و الذي نعتقد انه يعود اساسا لتأثير الازمة المالية العالمية وما نتج عنه من نقص للسيولة خاصة بالنسبة للصكوك الدولية ،إلا أنه وبعد 2008 عادت اصدارات الصكوك لارتفاع مجددا إلى ان تجاوزت مستوى 100 مليار دولار ،حيث بلغت 137 مليار دولار سنة 2012 بمجموع اصدارات بلغ اكثر من 461 مليار دولار من 2001 إلى 2012 ، إلا انه و بعد 2012 بدأت قيمة الاصدارات في الانخفاض مجددا ، إذ سجلت نسبة انخفاض تجاوزت 43% سنة 2015 و نزلت تحت الـ 100 مليار دولار، و يعود ذلك خصوصا لقرارات البنك المركزي الماليزي الذي قرر وقف اصدار صكوك الاستثمار قصيرة الاجل ، فلو استمر البنك في اصدار الصكوك القصيرة الأجل لكان مجموع الصكوك نهاية 2015 قد لامس الـ 100 مليار دولار<sup>1</sup> ، و حسب وكالة التصنيف الإئتماني ستاندر آند بورز فمن بين أسباب قرار البنك المركزي الماليزي وقف إصدار الصكوك هو أن مجموعة واسعة من المستثمرين هم الذين اشتروا هذه الصكوك ما حال دون وصول البنك إلى الجهات التي يستهدفها وهي البنوك الإسلامية الماليزية بشكل خاص. ونتيجة لذلك قال البنك إنه قرر الاتجاه إلى استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك ؛ واعتماداً على ذلك قامت "ستاندر آند بورز" بمراجعة توقعاتها لإجمالي إصدارات الصكوك هذا العام وقدرته بنحو 50-60 مليار دولار بدلاً من 100-115 مليار دولار. وقالت الوكالة إنه "باستثناء هذا التأثير فقد كان أداء السوق جيداً نسبياً رغم انخفاض أسعار النفط."<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: توزيع اصدارات الصكوك عبر العالم:

لا يقتصر اصدار الصكوك على دول بعينها فرغم ان ماليزيا هي اكبر سوق للصكوك الاسلامية في العالم ،إلا ان دولا عديدة تحاول ان تكسب اكبر قدر ممكن من رؤوس الاموال الاسلامية ومن مختلف القارات وهو ما يبينه الجدول الموالي:

الجدول (05) اجمالي الصكوك المصدرة حسب الدول من 1996 إلى سبتمبر 2013

البلد	عدد الاصدارات الكلية	قيمة الاصدارات الكلية (مليون دولار)
ماليزيا	2438	324576.9
الامارات العربية	73	47876.4

<sup>1</sup> التقرير السنوي الخامس، السوق المالية الاسلامية الدولية، البحرين، مارس 2016، ص:5.  
<sup>2</sup> "ستاندر آند بورز: إصدارات الصكوك الإسلامية ستشهد انخفاضا حادا في 2015"، يومية الوطن المصرية، 2015-07-07، <http://www.elwatannews.com/news/details/765734>

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

39296	64	العربية السعودية
19924.1	216	اندونيسا
19245.6	19	قطر
13918.5	273	البحرين
6348.9	57	باكستان
5469.7	9	تركيا
4980.7	95	بروني دار السلام
2992.4	22	الكويت
984.2	9	سنغافورة
765.7	3	الولايات المتحدة الامريكية
279.1	5	المملكة المتحدة
274.7	3	الصين
251.5	2	اليمن
220.9	3	السودان
190.9	2	المانيا
149.2	242	غامبيا
132.8	4	ايران
120.3	1	الاردن
100	1	اليابان
73.3	1	كازاخستان
0.7	1	فرنسا
<b>488172</b>	<b>3543</b>	<b>المجموع العام</b>

، Thomson Reuters Zawya،Source :Sukuk perceptions and forecast Study 2014

p:16، 30/12/2013، <http://www.zawya.com/files/islamic-reports>

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان انتشار فكرة الصكوك لم يقتصر على دول بعينها، رغم اختلاف في عدد وقيمة الاصدارات من دولة لآخرى، فأهم ما نلاحظه من خلال هذا الجدول ما يلي:

◀ تعتبر ماليزيا أكبر سوق لإصدار الصكوك منذ 1996 سواء بالعدد الذي تجاوز 68% من إجمالي الاصدارات العالمية او بالقيمة التي تجاوزت 66% من قيمة الاصدارات العالمية.

◀ تمتلك دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الامارات، قطر، البحرين والكويت) نسبة تتجاوز من 25% من مبلغ الاصدارات الاجمالية منذ 1996 بقيمة 123328.9 مليون دولار أي ان إجمالي اصدارات الصكوك بين ماليزيا ودول الخليج يمثل أكثر من 91% من إجمالي الاصدارات.

◀ تتوزع اصدارات الصكوك بين مختلف القارات : آسيا (98.545%)، افريقيا (0.075%)، أوروبا (1.22%)، أمريكا (0.16%)، إلا انه وكما هو ملاحظ فإن اصدارات الصكوك مركزة خاصة بدول قارة آسيا ممثلة في دول مجلس التعاون الخليجي ودول النمور الآسيوية التي اقتدت بماليزيا.

◀ غياب الصكوك عن عديد من الدول العربية خاصة دول شمال افريقيا (الجزائر، مصر، تونس، المغرب، ليبيا ..)و الذي نعتقد انه راجع للتبعية الغربية، و تخوفها من هذا النوع من الصكوك وعدم توفير المناخ اللازم لإصدارها وتسييرها.

### الفرع الثالث: توزيع اصدارات الصكوك حسب النوع والقطاع الاقتصادي

1. توزيع اصدارات الصكوك حسب القطاعات : من خلال الجدول الموالي سنحاول تحليل عملية الاصدار حسب القطاع الذي يقوم بإصدارها.

الجدول(06): اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013 ):

القطاع	عدد الاصدارات	المبلغ(مليون دولار)	الحصة السوقية
الفلاحة	92	3492	%0.72
التكتلات	14	2723	%0.56
البناء	400	14307	%2.93
السلع الاستهلاكية	39	751	%0.15
التعليم	5	64	%0.01
<b>الخدمات المالية</b>	<b>396</b>	<b>61927</b>	<b>%12.69</b>
مواد غذائية	35	2313	%0.47
<b>مؤسسات حكومية</b>	<b>1356</b>	<b>280523</b>	<b>%57.46</b>
الصحة	29	544	%0.11
صناعات انتاجية	64	1536	%0.31
التكنولوجيا	7	29	%0.01
السياحة	5	1361	%0.28
المناجم والمعادن	10	442	%0.09
البترول والغاز	109	14613	%2.99
الطاقة والمرافق	366	33342	%6.83
العقار	182	24949	%5.11
بيع التجزئة	16	167	%0.03
الخدمات	36	3672	%0.75

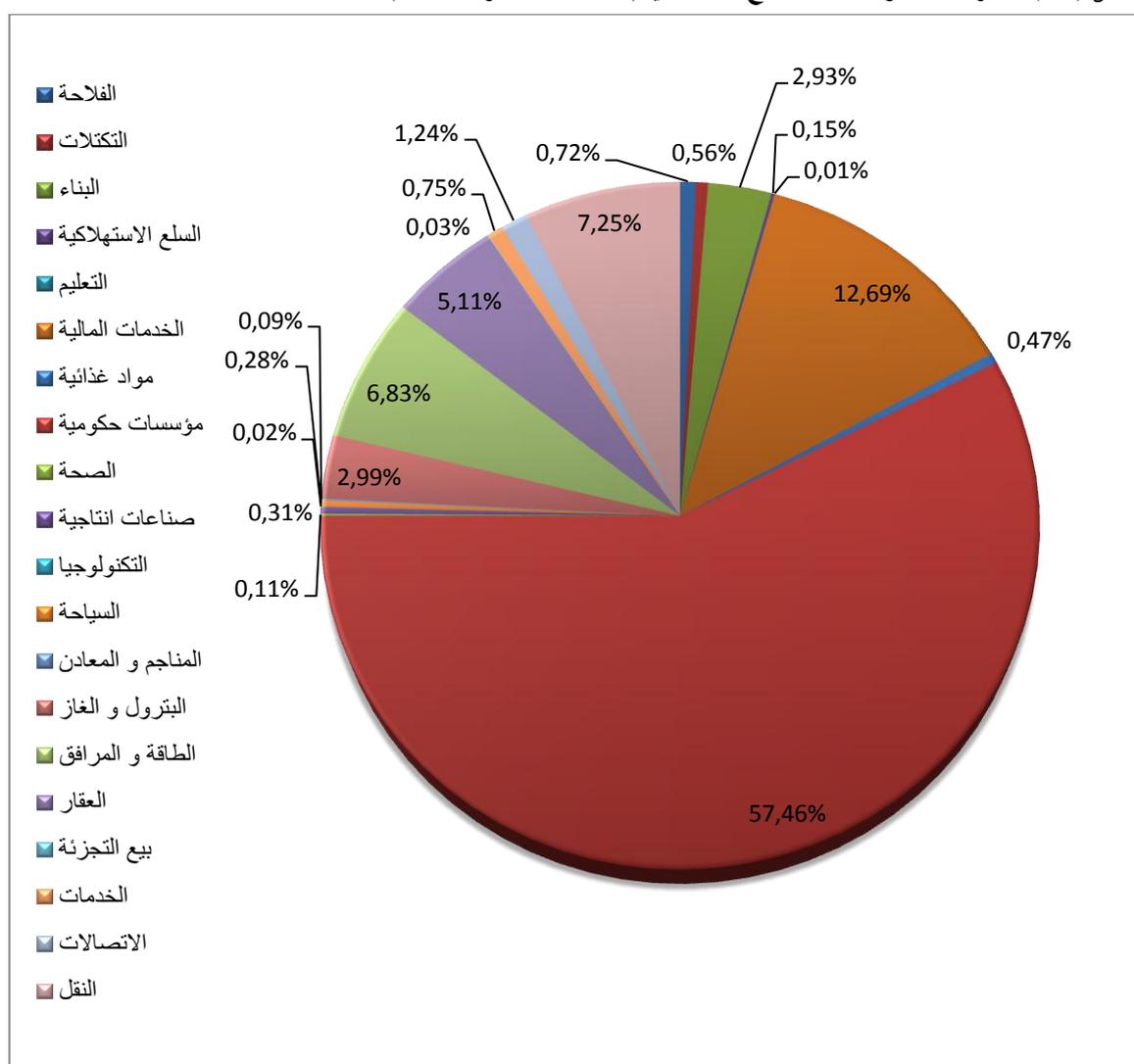
## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

الاتصالات	74	6039	1.24%
النقل	308	35377	7.25%
المجموع	3543	488172	100%

p:18,Source :ibid

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان الاصدارات الحكومية تمثل الاغلبية اذ تستحوذ على نسبة 57% من الحصة السوقية للصكوك المصدرتها تليها بعد ذلك الخدمات المالية ، و يرجع ذلك حسب رأينا إلى التصنيف الائتماني الذي تحوزه هذه المؤسسات والتي تسمح لها بتسويق صكوكها مقارنة بالمؤسسات العاملة في باقي القطاعات ، و يمكن تلخيص الجدول من خلال الشكل الموالي.

الشكل (08) اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013):



المصدر : من اعداد الباحث انطلاقا من الجدول اعلاه

اول ما يلاحظ من الشكل أن الصكوك الاسلامية تساهم في تمويل عدة قطاعات سواء كانت فلاحية صناعية او خدمية ، كما يبرز من الشكل مدى استحواد الصكوك الحكومية على اجمالي الاصدارات ونرى ان ذلك يعود كذلك إلى الحاجة لتمويل المشاريع الحكومية التي تعتبر أكبر من تلك المشاريع

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية و تأثيرها في وقوع الازمات المالية

الخاصة ،فقد مثلت نسبة الاصدارات الحكومية وشركات القطاع العام 82% من اجمالي الاصدارات خلال الفترة 2010 إلى غاية الربع الثالث 2013 بينما الاصدارات الخاصة بالشركات فلم تتجاوز 18%.

فأغلب الصكوك الحكومية تكون موجهة لبناء البنية التحتية كالطرق والسدود والجسور والاستخراج من الباطن...الخ التي تتطلب اموالا ضخمة.في حين ان اصدارات الشركات الخاصة عادة ما تكون موجهة لتمويل مشاريعها كمشراء الآلات ووسائل النقل...الخ أي انها أقل تكلفة بالمشاريع الحكومية.

2. اصدارات الصكوك حسب النوع (2001-ديسمبر 2015): يمكن توضيح اصدارات الصكوك حسب النوع من خلال الجدول الموالي :

الجدول (07): اصدارات الصكوك حسب النوع(2001-ديسمبر 2015) بالمليون دولار

الصكوك	محلية	النسبة	دولية	النسبة	المجموع	حصة كل نوع
المراحة	352943	57,1%	7216	4,85%	360159	46,7%
الاجارة	95942	15,5%	57546	38,67%	153488	19,9%
الاستصناع	3487	0,6%	0	0,00%	3487	0,5%
البيع بالثمن الآجل	34775	5,6%	0	0,00%	34775	4,5%
الوكالة	6316	1,0%	44059	29,60%	50375	6,5%
المشاركة	80553	13,0%	11689	7,85%	92242	12,0%
السلم	5540	0,9%	1958	1,32%	7498	1,0%
المضاربة	12358	2,0%	8575	5,76%	20933	2,7%
الصكوك المهجنة	25952	4,2%	10609	7,13%	36561	4,7%
الصكوك القابلة للتبادل بالأسهم	408	0,1%	7172	4,82%	7580	1,0%
<b>المجموع</b>	<b>618274</b>	<b>100%</b>	<b>148824</b>	<b>100%</b>	<b>767098</b>	<b>100%</b>

المصدر : التقرير السنوي الخامس، السوق المالية الاسلامية الدولية، مرجع سابق، ص:28-30.

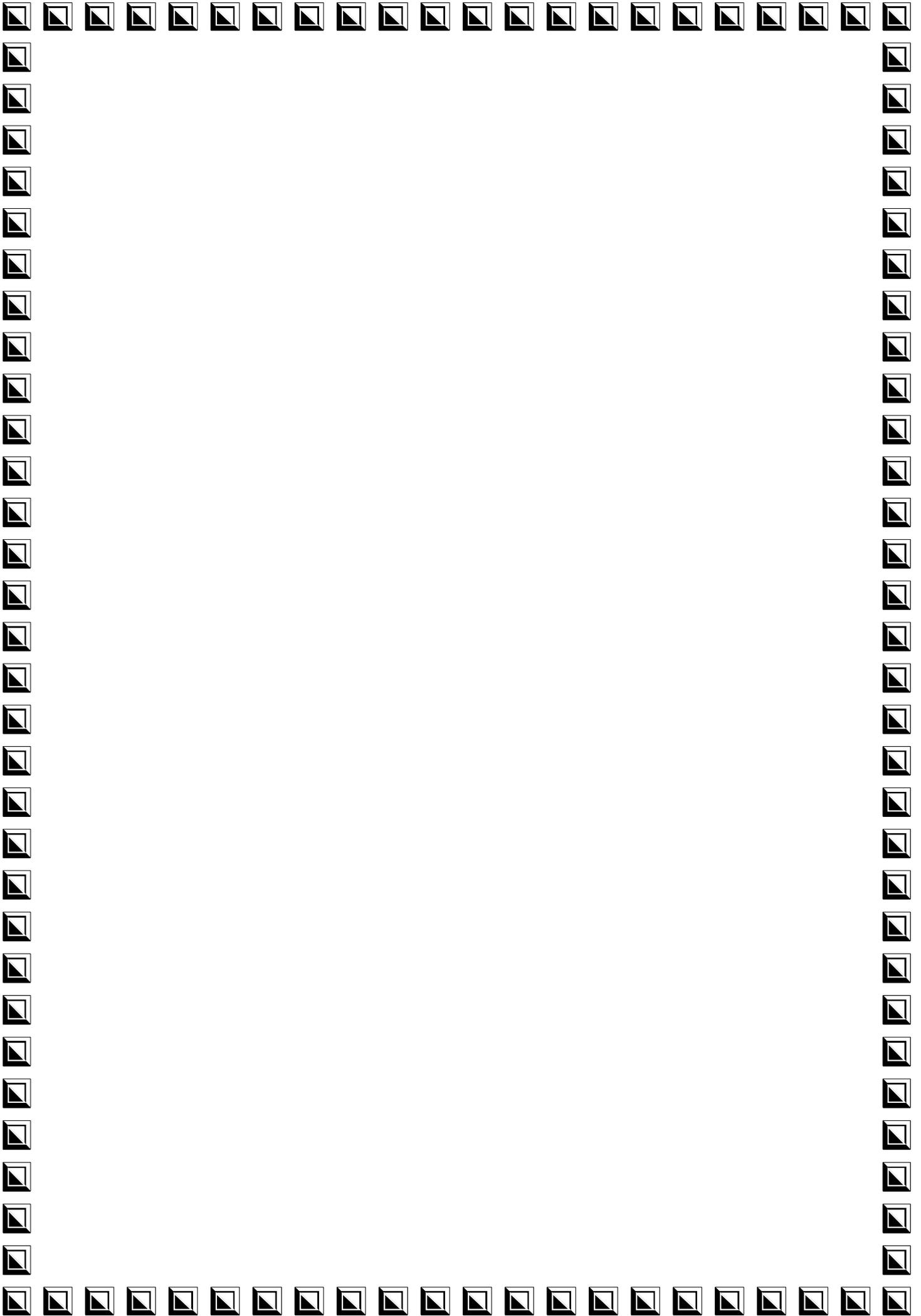
من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان حوالي 49.4% من الصكوك الصادرة تمثل صكوك مراحة باعتبار ان مجموعة كبيرة منها صادرة عن البنوك الاسلامية (اضافة إلى القطاعات الاخرى)،و التي تميل إلى هذا النوع من الصكوك لما تشكله من ربح شبه مضمون او مخاطرة شبه منعدمة في هذا النوع من الصكوك ،تليها صكوك الاجارة بنسبة 22% تقريبا ومعظم هذه الصكوك تصدر بالعملة الدولية من اجل جلب اكبر المستثمرين الاجانب خاصة اذا تعلق الامر بتمويل مشاريع حكومية او مشاريع ضخمة. ثم تليها باقي الصكوك من مشاركة ووكالة...الخ والتي يتم اصدارها كل حسب الغرض المرجو منه.

### خلاصة الفصل الثالث

لقد اهتم الاسلام بجميع نواحي الحياة فالإسلام لا يعني الصوم والصلاة فقط بل يتعداه إلى مختلف المجالات الدنيوية التي تحم المسلم ومنها الجانب الاقتصادي، فنهى عن اكتناز المال وشجع على الاستثمار لتحريك عجلة التنمية، و وضع قواعد ومبادئ لهذا الاستثمار وجب اتباعها واحترامها.

من خلال الخطوط العريضة لآليات الاستثمار وتماشيا مع الاحداث والتطورات التي يعرفها العالم الاقتصادي فقد تم استحداث ما يسمى صكوك الاستثمار الاسلامية التي تقوم على عقود التمويل الاسلامية من إجارة ومشاركة ومضاربة واستصناع ومزارعة...الخ، فتتم عملية تمويل التنمية من جهة، و احترام الضوابط الشرعية من جهة أخرى، و بالتالي فإن الصكوك الاسلامية قد اقترحت كبديل للتعاملات الربوية وعلى رأسها القروض البنكية الربوية والسندات التقليدية.

لقد عرف نمو الصكوك الاسلامية تطورا مذهلا خلال السنوات الاخيرة، فبعد ان كانت تبلغ قيمة الاصدارات 1.172 مليار دولار سنة 2001 وصلت نحو 137.599 مليار دولار نهاية 2012 أي بزيادة قدرها 11632% وهذا إن دل فإثما يدل على قبول هذا النوع من الاوراق المالية لدى شريحة كبيرة من المتعاملين الاقتصاديين سواء للمصدرين منهم لهاته الصكوك او المكتتبين فيها.





# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ﴾ (275) سورة البقرة

## إهداء

إلى من وضع الله الجنة تحت قدميها والدتي العزيزة، و  
إلى من سقى الشجرة حتى أثمرت والدي العزيز، و إلى  
سندي في الحياة أخي و اخواتي.

إلى التي منحني الارادة و العزيمة و قاسمتني هموم  
إنجاز هذا العمل زوجتي الغالية

إلى ابنتيَّ العزيزتين إسراء و إخلاص

إلى كل من عرفناهم و جمعت بيننا الدنيا:رفقاء الصبا  
وزملاء الدراسة و العمل و إلى جميع من أعاننا على هذا  
العمل و غيره أثاب الله الجميع

إلى كل من أضاء بعلمه عقل غيره

أو هدى بالجواب الصحيح حيرة سائليه

أهدي هذا العمل

يوسف تبيري

شكر و تقدير

أول الشكر لله الواحد القهار صاحب الفضل و الإكرام  
أكرمنا بنعمة الإسلام و يسّر لي سبيل العلم فله الشكر  
حتى يرضى و له الشكر بعد الرضى و الصلاة و السلام  
على المصطفى صلى الله عليه و سلم تسليما كثيرا.

ثم كامل الشكر و التقدير لأستاذي الفاضل:  
الدكتور: إسماعيل العشناني لتفضله بالإشراف على هذا  
العمل و لما كان له من توجيهات و مقترحات اثمرت ايجابا  
فيما قدمت فجزاه الله أفضل الجزاء على نصائحه و  
توجيهاته و سعة صدره و صبره، كما لا يفوتني أن أرف  
جميل عبارات الشكر و الامتنان للدكتور مجد بوحديدة  
الذي ساعد في تصويب و دعم هذا العمل، كما أتقدم  
بخالص الشكر لكل أساتذة المدرسة العليا للتجارة و  
على رأسهم الاستاذ عبد العزيز صبوعة على عطائهم  
وتوجيهاتهم خلال مختلف أطوار الدراسة .

كما لا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم  
مناقشة هذا العمل و تسخيرهم لجزء من وقتهم لقراءته  
و تقويمه

يوسف تيري

## مستخلص

تعالج هذه الأطروحة متطلبات إدراج الصكوك الإسلامية في الجزائر خاصة وأن هذا النوع من الأدوات المالية أصبح يعرف رواجا في عديد من البلدان سواء تعلق الأمر بالدول الإسلامية أو غيرها، كما أن الحاجة إلى توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية الحكومية والخاصة يستلزم التفكير في أهم الوسائل التي تساعد على ذلك بما يتلاءم وثقافة المجتمع الجزائري، كما حاولت هذه الأطروحة إبراز أهم المجالات التي يمكن أن تساهم من خلالها الصكوك في دفع عجلة التنمية الاقتصادية. و في هذا الصدد وقبل الولوج إلى المفاهيم العامة للصكوك الإسلامية فقد تناولنا في دراسة تحليلية أهم المفاهيم المتعلقة بالأدوات المالية التقليدية، ثم انتقلنا إلى ظاهرة الأزمات المالية وبالتحديد أزمة الرهن العقاري لسنة 2008، فتم الربط بين الأزمة ومسبباتها من تعاملات غير أخلاقية حتى نبين المزايا التي تقدمها الصكوك الإسلامية والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها. كما تم التطرق إلى الإضافات التي تقدمها الصكوك الإسلامية للمتعاملين بها وللاقتصاد ككل من خلال التطرق إلى تجارب دولية وعلى رأسها التجربة الماليزية.

في آخر فصل تناولت الأطروحة حالة الجزائر لتحديد متطلبات إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر، فاعتمدت الدراسة في تحقيق أهدافها على مجموعة من الأدوات والبيانات المتعلقة بالسوق المالية الجزائرية لتوضيح المناخ المالي في الجزائر، ثم إعداد استبانة وتوزيعها على عدد من المتدخلين في السوق المالية أو أصحاب الخبرة في الموضوع لتحديد مدى توفر العلاقة بين ضرورة إنشاء صكوك إسلامية في الجزائر والمتطلبات التشريعية، الاجتماعية والاقتصادية

## ABSTRACT

This thesis deals with the insertions' requirements of the "islamic sukuk" in Algeria, especially that this kind of financial tools is getting more popular in many countries whether the Islamic or non-Islamic ones. Moreover the need to providing the necessary funding for the public and the private economic projects needs a lot of thinking on the most important means that would be helpful on that in a way that suits the culture of Algerian society .

This thesis has also tried to show the most important field through which the check( Islamic sukuk) would be able to participate in pushing the economical development wheel.

Talking about that and before going into the general concepts of the check ( Islamic sukak) we have tackled in an analytic study the most important concepts that deals with the traditional financial tools than we have moved to the phenomenon of the financial crisis more specifically the mortgage one in 2008 and we have tried to link the crisis to its causes mainly the unethical deals cause in order to show the benefits that the check (islamic sukuk )is offering and the legal principles that is built on.

in addition to that , in this study we have tackled the addition that the chek(islamic sukuk) is giving to its dealers and to the economic in a whole through mentioning the international experiences in which the Malaysian one is heading.

In its last chapter the thesis has tackled the situation of Algeria in order to determine the requirements of the check (islamic sukuk )establishment in Algeria .in order to achieve its goals the study has relied on a set of tools and on the Algerian financial market 's data so to clarify the Algerian financial climate than preparing a Questionnaire and distribute it to a number of experts in the field in order to determine to what extent the establishment of the chek (islamic sukuk ) in Algeria goes side by side with the legal ,social and economical requirements

# فهرس المحتويات

III.....	إهداء
IV.....	شكر و تقدير
V.....	مستخلص
VI-XI.....	قائمة المحتويات
XII-XIV.....	قائمة الجداول
XV-XVI.....	قائمة الأشكال
أ- ط.....	المقدمة

## الفصل الأول: دراسة و تحليل المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية

### المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية و تنظيمها

3.....	المطلب الأول: موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالية
3.....	الفرع الأول: تعريف السوق المالية
4.....	الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية:
5.....	الفرع الثالث: هيكل السوق المالية:
10.....	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية
10.....	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية :
11.....	الفرع الثاني: مكونات سوق الأوراق المالية :
12.....	الفرع الثالث: البورصة و تداول الأوراق المالية
16.....	المطلب الثالث: نظام و آليات التعامل بالبورصة
16.....	الفرع الأول: النظام الداخلي بالبورصة
18.....	الفرع الثاني: التسعير بالبورصة
19.....	الفرع الثالث: أوامر البورصة

### المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

20.....	المطلب الأول: الأسهم
20.....	الفرع الأول: ماهية الأسهم :
20.....	الفرع الثاني: خصائص الأسهم:
22.....	الفرع الثالث: انواع الأسهم
27.....	المطلب الثاني: السندات
27.....	الفرع الأول: ماهية السندات
28.....	الفرع الثاني: خصائص السندات:
29.....	الفرع الثالث: انواع السندات
30.....	الفرع الرابع: اهتلاك السندات
31.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية
32.....	الفرع الأول: تعريف المشتقات المالية
33.....	الفرع الثاني: أسواق المشتقات
33.....	الفرع الثالث: أنواع عقود المشتقات

### المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية و مدى كفاءتها:

36.....	المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية:
36.....	الفرع الأول: ماهية مؤشرات السوق و استخداماتها
40.....	الفرع الثاني: بعض المؤشرات في سوق الأوراق المالية
42.....	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
42.....	الفرع الأول: ماهية و متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
44.....	الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

47.....	<b>الفصل الثاني:التعاملات المالية غير الاخلاقية و تاثيرها في وقوع الأزمات المالية</b>
49.....	المبحث الأول:الازمة المالية: أصنافها و مسبباتها
49.....	المطلب الأول:الأزمات:مراحلها و انواعها
49.....	الفرع الأول :تعريف الازمة
50.....	الفرع الثاني :مراحل الأزمات
53.....	الفرع الثالث :تصنيف الأزمات
53.....	المطلب الثاني:الأزمات المالية ،خصائصها و انواعها
53.....	الفرع الأول :تعريف الازمة المالية:
55.....	الفرع الثاني:خصائص الازمة المالية
56.....	الفرع الثالث :اصناف الازمة المالية
57.....	المطلب الثالث :ازمة الرهن العقاري 2008 نموذجاً
57.....	الفرع الأول :التسلسل التاريخي للازمة:
59.....	الفرع الثاني : الأسباب المباشرة للازمة
60.....	الفرع الثالث :الاسباب غير المباشرة
62.....	المبحث الثاني : المضاربة في الأوراق المالية بين المرغوب و المرفوض
62.....	المطلب الأول :ماهية المضاربة المرغوبة و دورها في الاقتصاد
62.....	الفرع الأول :ماهية المضاربة
63.....	الفرع الثاني :الدور الاقتصادي المنتظر من المضاربة المشروعة
65.....	المطلب الثاني :المضاربة غير المشروعة و التلاعب في سوق الأوراق المالية
65.....	الفرع الأول :صور المضاربة غير المشروعة
69.....	الفرع الثاني :آثار المضاربة غير المشروعة على الاقتصاد
70.....	المبحث الثالث :مساهمة المقامرة و الربا في الازمة المالية العالمية
70.....	المطلب الأول :الربا و آثاره الاقتصادية :
70.....	الفرع الأول :ماهية الربا و انواعها :
71.....	الفرع الثاني :الآثار الاقتصادية للفوائد الربوية :
73.....	الفرع الثالث : الفوائد الربوية كأهم مسببات أزمة الرهن العقاري.
76.....	المطلب الثاني :القمار و دوره في الازمة المالية:
76.....	الفرع الأول:ماهية القمار و الفرق بينه و بين المضاربة:
77.....	الفرع الثاني :دور القمار في الازمة المالية العالمية
79.....	المطلب الثالث :الاقتصاد الاسلامي في مواجهة الأزمات المالية
79.....	الفرع الأول :خصائص الاقتصاد الاسلامي
80.....	الفرع الثاني :محظورات شرعية لتجنب الأزمات:
85.....	<b>الفصل الثالث :صكوك الاستثمار الاسلامية:تعريفها ،إصدارها و تداولها</b>
87.....	المبحث الأول :ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية
87.....	المطلب الأول : الاستثمار في الاسلام
87.....	الفرع الأول :مفهوم الاستثمار في الاسلام
89.....	الفرع الثاني :الضوابط الشرعية للاستثمار في الإسلام
91.....	المطلب الثاني :ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية
91.....	الفرع الأول :تعريف صكوك الاستثمار الاسلامية
92.....	الفرع الثاني :تاريخ الصكوك الاسلامية
95.....	المطلب الثالث :أهمية الصكوك الاسلامية و خصائصها
95.....	الفرع الأول : اهمية الصكوك الاسلامية
96.....	الفرع الثاني :خصائص الصكوك الاسلامية و اختلافها عن الأسهم و السندات

98.....	المبحث الثاني: انواع الصكوك الاسلامية.
98.....	المطلب الأول : الصكوك القائمة على المشاركة.
98.....	الفرع الأول : صكوك المشاركة
101.....	الفرع الثاني :صكوك المضاربة
103.....	الفرع الثالث :صكوك الوكالة بالاستثمار
103.....	المطلب الثاني : صكوك الاجارة و الصكوك القائمة على الدين(صكوك دعم الاستثمار)
103.....	الفرع الأول: صكوك الإجارة الاسلامية
106.....	الفرع الثاني :صكوك المرابحة.
108.....	الفرع الثالث :صكوك السلم و الاستصناع.
111.....	المطلب الثالث :صكوك الزراعة.
111.....	الفرع الأول :صكوك المزارعة.
113.....	الفرع الثاني :صكوك المساقاة.
114.....	الفرع الثالث :صكوك المغارسة.
116.....	المبحث الثالث :اصدار و تداول الصكوك:
116.....	المطلب الأول :مرحلة اصدار الصكوك.
116.....	الفرع الأول :المتدخلون في عملية التصكيك.
118.....	الفرع الثاني :مراحل تنظيم عملية اصدار الصكوك.
120.....	الفرع الثالث :الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاسلامية:
122.....	المطلب الثاني :تداول و اطفاء الصكوك الاسلامية.
122.....	الفرع الأول مفهوم مرحلة التداول و الاطفاء
122.....	الفرع الثاني :الضوابط الشرعية لتداول الصكوك و اطفاءها
125.....	المطلب الثالث :تطور عمليات اصدار الصكوك عبر العالم
125.....	الفرع الأول :تطور عمليات الاصدار
127.....	الفرع الثاني :توزيع اصدارات الصكوك عبر العالم
129.....	الفرع الثالث :توزيع اصدارات الصكوك حسب النوع و القطاع الاقتصادي
134.....	<b>الفصل الرابع :الآثار الاقتصادية للصكوك الاسلامية</b>
136.....	المبحث الأول:الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية حسب النوع
136.....	المطلب الأول:الدور الاقتصادي للصكوك القائمة على المشاركة
136.....	الفرع الأول:صكوك المشاركة.
137.....	الفرع الثاني:صكوك المضاربة
138.....	المطلب الثاني :الدور الاقتصادي لصكوك الاجارة و الصكوك القائمة على البيع
138.....	الفرع الأول :صكوك الاجارة
139.....	الفرع الثاني الصكوك القائمة على اساس الدين
143.....	الفرع الثالث : الدور الاقتصادي لصكوك الزراعة
147.....	المبحث الثاني :المزايا الاقتصادية للصكوك الاسلامية بالنسبة للمتعاملين بها و للاقتصاد الوطني
147.....	المطلب الأول :اثر الصكوك على مصدرها و حاملها :
147.....	الفرع الأول : اهمية الصكوك الاسلامية بالنسبة لمصدرها
148.....	الفرع الثاني:اهمية الصكوك الإسلامية لحاملها
149.....	المطلب الثاني:تأثير الصكوك الاسلامية على سوق الأوراق المالية
149.....	الفرع الأول :سوق الأوراق المالية العربية و معوقاتنا
150.....	الفرع الثاني :الصكوك الاسلامية و تطويرها لسوق الأوراق المالية
151.....	المطلب الثالث:أثر الصكوك على المستوى الكلي
151.....	الفرع الأول :مساهمة الصكوك في دعم التنمية الاقتصادية:
154.....	الفرع الثاني :الصكوك بديلا للخصصة

155	المبحث الثالث: تجارب دولية في اصدار الصكوك الاسلامية
155	المطلب الاول:التجربة السودانية
155	الفرع الأول : صكوك الاستثمار الحكومية "صرح"
157	الفرع الثاني: شهادات المشاركة الحكومية"شهادة"
160	الفرع الثالث: شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم"
161	المطلب الثاني: التجربة الاردنية
161	الفرع الأول: قانون صكوك التمويل الاسلامي
163	الفرع الثاني :الضمانات التي اشتمل عليها القانون
166	المطلب الثالث :التجربة الماليزية
166	الفرع الأول :مقومات نشوء و نمو الصكوك بماليزيا :
170	الفرع الثاني :إصدار الصكوك في ماليزيا
179	<b>الفصل الخامس:خصائص السوق المالية الجزائرية و متطلبات إنشائها للصكوك الاسلامية</b>
181	المبحث الأول : تطور النظام المصرفي و المالي الجزائري
181	المطلب الأول :النظام المصرفي غداة الاستقلال
181	الفرع الأول :البنك المركزي بعد الاستقلال :
185	الفرع الثاني : مهام و وظائف البنك المركزي الجزائري :
187	الفرع الثالث :هيكل النظام المصرفي الجزائري :
190	المطلب الثاني : أدوات الرقابة النقدية المستخدمة من طرف بنك الجزائر
190	الفرع الأول :الرقابة على السيولة البنكية:
192	الفرع الثاني :الرقابة على الائتمان المصرفي
193	الفرع الثالث : الرقابة النقدية المباشرة:
194	المطلب الثالث :واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر
194	الفرع الأول : تأسيس و تنظيم بورصة الجزائر:
196	الفرع الثاني عمليات الادراج في البورصة:
200	الفرع الثالث :تقييم تجربة بورصة الجزائر :
201	المبحث الثاني :واقع المالية الاسلامية في الجزائر
201	المطلب الأول :علاقة البنك المركزي الجزائري بالبنوك الاسلامية
201	الفرع الأول :علاقة البنوك المركزية بالبنوك الاسلامية عبر العالم
202	الفرع الثاني :رقابة البنك المركزي الجزائري على البنوك الاسلامية
208	الفرع الثالث :أثر رقابة بنك الجزائر على البنوك الاسلامية .
212	المطلب الثاني :واقع خدمات الصيرفة و التأمين الاسلامي في الجزائر:
212	الفرع الأول :بنك البركة الجزائري
214	الفرع الثاني :مصرف السلام –الجزائر –
216	الفرع الثالث : شركة سلامة للتأمين التكافلي :
217	المبحث الثالث : متطلبات انشاء الصكوك الاسلامية في السوق الجزائرية
217	المطلب الأول :الطريقة و الاجراءات :
217	الفرع الأول :مجتمع الدراسة و العينة :
217	الفرع الثاني :أدوات الدراسة
220	الفرع الثالث :الاساليب الاحصائية المستعملة:
221	المطلب الثاني :الدراسة الوصفية لفقرات الإستبانة :
222	الفرع الأول :الدراسة الوصفية للمتطلبات الاقتصادية :
223	الفرع الثاني :الدراسة الوصفية للمتطلبات الاجتماعية :
224	الفرع الثالث :الدراسة الوصفية للمتطلبات التشريعية :
225	المطلب الثالث :دراسة النتائج حسب الفئة المستهدفة:
225	الفرع الأول :تحليل النتائج حسب الدرجة العلمية (الدكتارة)
228	الفرع الثاني : تحليل النتائج حسب الفئة المستخدمة

231.....	المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة.....
231.....	الفرع الأول: اختبار الفرضية الجزئية الأولى.....
232.....	الفرع الثاني: اختبار الفرضية الجزئية الثانية.....
234.....	الفرع الثالث: اختبار الفرضية الجزئية الثالثة.....
235.....	الفرع الرابع: اختبار الفرضية الجزئية الرابعة.....
240.....	الخاتمة العامة.....
244.....	قائمة المراجع.....
256.....	الملاحق.....

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
31	مقارنة بين السندات، الاسهم العادية و الاسهم الممتازة	1
74	خصائص القروض خلال الفترة 2001-2007	2
97	اوجه الاختلاف بين صكوك الاستثمار والاسهم والسندات	3
125	تطور اصدارات الصكوك من 2001 إلى ديسمبر 2015	4
127	اجمالي الصكوك المصدرة حسب الدول من 1996 إلى سبتمبر 2013	5
129	اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013)	6
131	اصدارات الصكوك حسب النوع(2001-ديسمبر 2015)	7
144	الانتاج الزراعي في الوطن العربي ونسبة مساهمته في الناتج المحلي الخام	8
158	اصدارات صكوك الاستثمار الحكومية 2003-2012	9
159	تطور اصدارات شهادات شهامة خلال الفترة 2000-2012	10
172	تطور اصدار صكوك المرابحة وصكوك البيع بالثمن الآجل بسوق الأوراق المالية الماليزية من 2005 إلى 2015	11
173	تطور صكوك الاستصناع الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية (2005-2015)	12
174	تطور صكوك الاجارة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2004-2015	13
175	تطور صكوك المشاركة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015	14
176	تطور صكوك المضاربة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015	15
188	المؤسسات المكونة للنظام المصرفي والمعتمدة خلال سنة 2016	16
189	توزيع اجمالي الودائع والقروض للسوق المصرفية الجزائرية سنة 2003	17
199	الشركات المدرجة لسند رأس المال (أسهم) في بورصة الجزائر	18
202	فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية 2008-مارس 2014	19
204	امتصاص السيولة باستخدام تسهيلات الايداع واسترجاع السيولة بالمنافسة 2012-2015	20
206	تطورات نسب وكميات الاحتياطي الاجباري من 2006 إلى 2014	21
209	حصة البنوك الاسلامية من اجمالي الودائع لدى البنوك الخاصة	22
210	تطور الودائع لدى بنك Bnp و Société Générale من 2011 إلى 2014	23
211	تطور الحصة السوقية للبنوك الاسلامية في مجال التمويل	24
218	توزيع الاستبانات حسب الجهة المستخدمة	25
219	توزيع افراد العينة تبعا لبياناتها الشخصية	26
220	معامل الفاكرونباخ لقياس ثبات الاستبانة	27

221	المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري للفقرة التمهيدية(المتغير التابع)	28
222	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاقتصادية	29
223	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاجتماعية	30
224	المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات التشريعية	31
225	توزيع الاجابات حسب آراء الخبراء(الدكاترة)	32
228	توزيع اجابات الفقرة التمهيدية حسب المستخدم	33
231	نتائج اختبار الفرضية الاولى	34
233	نتائج اختبار الفرضية الثانية	35
234	نتائج اختبار الفرضية الثالثة	36
235	نتائج اختبار الفرضية الرابعة	37

## قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
52	مراحل الازمات وفقا لشدها	1
78	تطور المشتقات المالية 1998-2007	2
82	الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار	3
100	تنظيم عملية اصدار صكوك المشاركة	4
102	تنظيم عملية اصدار صكوك المضاربة	5
119	آلية اصدار الصكوك الاسلامية	6
126	تطورات اصدار الصكوك 2001-2012	7
130	اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013 )	8
143	التركيب المحصولي في الوطن العربي	9
171	توزيع نسبة اصدار الصكوك عبر العالم حسب البلد (سنة 2013)	10

# المقدمة

## المقدمة العامة

يقول الله تعالى ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾ الآية 46 من سورة الكهف، من الآية يتضح أهمية المال في الحياة البشرية، حتى أنه تم تقديمه على الأولاد فقد حث الشرع على حفظ المال من خلال تنميته بالطرق الحلال واستثماره بأكفأ الوسائل المشروعة، كما نهى عن اكتناز المال أو استغلاله فيما لا يفيد الأمة فأحل البيع وحرّم الربا وأقرّ الزكاة وقد وضع الإسلام العديد من الضوابط والأسس الشرعية والقواعد والأحكام التي تنظم الإدارة الرشيدة للمال من كسب وتمليك واستثمار واستهلاك وادخار، فقال تعالى في الآية 29 من سورة النساء ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا﴾؛

عُرف عن العرب قبل وبعد الإسلام اعتمادهم على التجارة كمورد رئيسي في حين أن اليهود كانوا يبتكرون الأعمال المصرفية أو المالية والتي كان يشوبها العديد من التجاوزات كالربا والغش والغرر والتدليس فجاء الإسلام لينظم تلك الأعمال بما يعرف لدى الفقهاء بفقهِ المعاملات، فأحل البيع وحرّم الربا، ووضع شروطاً وضوابط لإبرام العقود بما يضمن حق طرفي العقد سواء البائع أو المشتري، ولتعم المنفعة على كل المجتمع؛

يعتبر الإسلام مرجعاً لتنظيم مختلف جوانب الحياة سواء الاجتماعية، السياسية، الدينية أو الاقتصادية... الخ فهو ليس مجرد نصوص تقرأ أو تدرس فقد اهتم بما يسمى بالنازل وهي المسائل الفقهية المستجدة والتي لم تكن معروفة من قبل مثل المعاملات المالية التي نعرفها في وقتنا الحالي فاجتهد فيها العلماء والفقهاء بتنظيمها وتهديتها بما يتوافق و الشريعة الإسلامية؛

كما أصبحت منابر غربية عديدة تطالب بتطبيق المالية الإسلامية في اقتصادياتها ومن بين هؤلاء نجد بوفيس فانسون\*، ففي افتتاحية المجلة بتاريخ 2008/10/05 كتب موضوعاً بعنوان "البابا والقرآن"، تساءل فيه عن أخلاقيات الرأسمالية؟ ودور المسيحية كديانة، والكنيسة الكاثوليكية بالذات في التساهل مع قضية الفائدة، ثم وجه كلامه للبابا قائلاً: "أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة (أزمة الرهن العقاري 2008) إلى القرآن بدلا من الانجيل لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا، لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من تعاليم وأحكام وطبقوها لما حل بنا من كوارث وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري لأن النقود لا تخلق النقود؛

\*Beaufils Vincent رئيس تحرير المجلة الأسبوعية الفرنسية "Challenges"؛ التي تهتم بتقديم مختلف المعلومات الاقتصادية والنقاشات الكبرى في

كما كتب رولان لاسكين\* في مقاله المعنون بـ "وول ستريت، هل هي مؤهلة لتبني مبادئ الشريعة"، فنأدى بضرورة تطبيق المبادئ الإسلامية في جانب المعاملات المالية لتفادي أزمة كالتى ضربت الأسواق المالية سنة 2008، والتي أرجعها أساساً إلى غياب الرادع الأخلاقي من خلال التلاعبات والمضاربة الوهمية في الأسواق.

كما تطرق الفرنسي موريس ألييه (Maurice Allais)\* إلى الأزمة الهيكلية التي يشهدها الاقتصاد العالمي بقيادة الليبرالية المتوحشة، معتبراً أن الوضع أصبح خطيراً تحت وطأة المديونية والبطالة، كما اقترح سنة 1947 من خلال كتابه "الاقتصاد والفائدة" إلى تخفيض معدل الفائدة حتى يصل 0% ومراجعة معدل الضريبة إلى 2% وهو ما يتطابق وإلغاء الربا ومعدل الزكاة تقريباً في النظام الاقتصادي الإسلامي.

لقد شهدت أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة تطورات ملحوظة طبقاً لبيانات صندوق النقد العربي في نهاية عام 2014، حيث بلغ حجم التداول لإجمالي الأوراق المتداولة في أسواق أربعة عشر دولة عربية ما قدره 835 مليار دولار تتصدر المملكة العربية السعودية القائمة بـ 561.2 مليار دولار، تليها سوق دبي بـ 106.6 مليار دولار، فسوق الدوحة للأسهم بـ 52.5 مليار دولار. كما وصل عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق حوالي 1496 شركة تأتي بورصة عمان في مقدمة تلك الأسواق حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة لديها 236 شركة يليها الكويت بـ 216 شركة ثم مصر بـ 215 شركة فالسعودية بـ 166 شركة ثم مسقط بـ 131 شركة.<sup>1</sup>

هذا الحجم من الأموال المتداولة والعدد الكبير من الشركات التي تتداول أسهمها في تلك الأسواق تعطي مؤشراً واضحاً على مدى أهمية سوق الأوراق المالية كأحد أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال بل من أهم المؤسسات المؤثرة في اقتصاديات الدول، كذلك حداثة الصناعة المالية الإسلامية وما أفرزته من مؤسسات مالية تعمل في تداول منتجات تلك الصناعة دفع بعض الدول الإسلامية إلى استحداث وتطوير أدوات مالية إسلامية تقوم مقام الأدوات التقليدية أو تنافسها ونخص بالذكر هنا ما يسمى بالصكوك الإسلامية والتي تعمل على تجنب المستثمرين الحريصين على دينهم شبهات هم في غنى عنها، فطرح صكوك إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في تلك الأسواق المالية قد يشجع أصحاب الفوائض المالية من الاستثمار في تلك الأسواق دون الوقوع في الربا (أخذاً أو عطاءً)،

\* Roland Laskine رئيس تحرير اسبوعية le journal des finances

\* Maurice Allais (1911-2010)؛ حاصل على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية سنة 1988

<sup>1</sup> " أداء أسواق الأوراق المالية العربية"، صندوق النقد العربي، العدد 27، النشرة الفصلية للربع الرابع 2014، ص: 95-106

## أهمية البحث

- يمكن ان نعدد اهمية هذا البحث في النقاط التالية :
- يساهم هذا البحث ولو بالقليل في نشر جزء من الاقتصاد الاسلامي ومبادئه وابرار اهمية المعاملات المالية الاسلامية من الناحية الشرعية والاقتصادية.
- رفع الاتهام عن الاسلام بأنه دين لا يساير المتغيرات الحديثة أو أنه دين ينحصر في الصوم والصلاة.
- قد يساهم هذا البحث في إقناع مسؤولينا بأهمية الصكوك الإسلامية للاقتصاد والمجتمع، كما أن الوضع الصعب الذي تمر به البلاد وحاجتها للسيولة يستدعي التوجه للحلول التي تلقى قبولا لدى الفئة الكبيرة من المجتمع الجزائري المسلم.

## أهداف البحث

- التعريف بالأدوات المالية التقليدية ومقارنتها بالأدوات المالية الإسلامية.
- إبراز أهم المخاطر الناجمة عن استعمال الأدوات المالية التقليدية وتسببها في الأزمات المالية العالمية، بسبب ما تحتويه من مخالفات شرعية.
- تقديم الصكوك الإسلامية على أساس أنها بديل شرعي عن السندات بما يخدم المجتمع.
- الوقوف على تجارب دولية في مجال الصكوك الإسلامية وعلى رأسها ماليزيا.
- الوقوف على أهم الحلول التي توفرها الصكوك الإسلامية للفرد والاقتصاد ككل.
- محاولة تحديد أهم النقاط الواجب التركيز عليها لأجل ادماج الصكوك الإسلامية في الجزائر.

## دوافع اختيار الموضوع

- قلة الدراسات والأبحاث التي تناولت هذا الموضوع خاصة بالجزائر.
- باعتبارنا شعب مسلم ومن شيم المسلم تحري الحلال في معاملاته، فقد حُقِّرنا للخوض في هذا الموضوع الذي يجمع بين الاقتصاد الإسلامي و الاقتصاد الوضعي.
- توسع رقعة التعامل بالصكوك الإسلامية عبر مختلف الدول الاسلامية وحتى الغير إسلامية خاصة بعد الأزمة العالمية لسنة 2008، شجعنا لتناول هذا الموضوع .

- سعينا ليكون هذا البحث على الاقل ليكون كدراسة مبدئية تعود بالنفع على المتخصصين في مجال الاقتصاد الاسلامي مما يساهم في إيجاد حلول اقتصادية للمشاكل التي نعاني منها وعلى رأسها تمويل المشاريع الاستثمارية.

## إشكالية البحث

إن نجاح الصكوك الإسلامية في الجزائر يتطلب إقناع الافراد و المؤسسات بالتعامل في هذه الأدوات وإبراز المزايا المتعلقة بها ،سواء تعلق الأمر بالجانب الربحي أو الجانب الشرعي ومن هنا جاء طرح الاشكالية على النحو الآتي:

### ما هي الآثار الاقتصادية للصكوك الإسلامية ؟ وما هي متطلبات إنشائها في الجزائر؟

لأجل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية ارتأينا وضع الاسئلة الفرعية التالية :

- ما هو الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية التقليدية؟
- ما لدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تنمية الاقتصاد؟
- ما هي الشروط الواجب توفرها لإنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر؟

## فرضيات البحث

الفرضية العامة: للصكوك الاسلامية عدة آثار ايجابية على الاقتصاد كما أن إنشائها في الجزائر

يتطلب توفر عوامل اقتصادية ،اجتماعية و أخرى تشريعية

### الفرضيات الفرعية:

- الفرضية الاولى: تتشابه الصكوك الإسلامية وبعض الأدوات المالية التقليدية من حيث الهدف إلا أنها تحتكم لأحكام الشريعة الاسلامية.
- الفرضية الثانية: تساهم لصكوك الاسلامية تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية.
- الفرضية الثالثة: إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر يتطلب توفر الارادة لدى السلطات التشريعية، اضافة إلى توفر الكفاءات اللازمة وكذا الوعي الاسلامي لدى المتعاملين والجمهور؛ و يمكن تقسيم هذه الفرضية إلى اربع فرضيات جزئية:
- الفرضية الجزئية الأولى: توجد علاقة بين انشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و متطلبات اقتصادية.
- الفرضية الجزئية الثانية: توجد علاقة بين انشاء الصكوك في الجزائر الاسلامية و متطلبات اجتماعية.

- الفرضية الجزئية الثالثة: توجد علاقة بين انشاء الصكوك في الجزائر الاسلامية و متطلبات تشريعية.
- الفرضية الجزئية الرابعة: : توجد علاقة بين انشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر وكل من المتطلبات الاقتصادية، الاجتماعية والتشريعية

## منهج الدراسة

- بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق اهداف الدراسة فقد تم الاعتماد على المزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي:
- فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي عند التطرق إلى أهم التعاريف والآليات المتعلقة بالأسواق المالية التقليدية والأزمات المالية العالمية، كذلك الأمر عند تناول موضوع الصكوك الإسلامية ومختلف التعاريف المتعلقة بها إضافة إلى البيئة المالية في الجزائر.
- اما بالنسبة للمنهج التحليلي فقد اعتمدنا عليه لتحليل مختلف جداول الدراسة خاصة بالنسبة لتطور وتوزيع الصكوك الإسلامية، إضافة إلى تحليل النتائج المتوصل إليها من خلال الاستبيان الذي قمنا به.

## الدراسات السابقة

إن سوق الصكوك الإسلامية حديثة العهد إذا ما قورنت بالمعاملات أو الأدوات المالية التقليدية فهي تعتبر من الامور المستحدثة أو ما يسمى في الفقه الاسلامي بالنوازل، ولقد بدأ الحديث وإعداد البحوث عن الأدوات المالية الاسلامية مع بداية التسعينيات خاصة باعتبار أن أول إصدار للصكوك الاسلامية كان سنة 1996 بماليزيا، إلا أنه منذ الأزمة المالية سنة 2008 أصبحت للصكوك مكانة هامة في الأسواق وأبحاث الاقتصاديين، ولعل من أهم الدراسات التي شددت انتباهنا والتي تطرقت للصكوك الاسلامية من قريب أو بعيد نجد :

- سيمر عبد الحميد رضوان(1996) " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية " : فقد تطرق الباحث لتعريف التنمية الاقتصادية، وأهم المفاهيم المتعلقة بها ثم تناول مفهوم البورصة والقوانين التي تحكمها والأوراق المتداول بها وكذا دورها في تمويل التنمية، كما أشار إلى البيوع والعقود التي تتم في البورصة وموقف الفقه الاسلامي منها، كما اقترح في جملة التوصيات إقامة سوق إسلامية للأوراق المالية، تكون بديلا للسوق التقليدية.
- شعبان محمد البرواري (2002) "بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي " : هدفت هذه الدراسة إلى إعطاء فكرة عن بورصة الأوراق المالية من خلال التطرق إلى هيكلتها وتنظيمها والأدوات المتداولة بها من

أسهم وسندات، وظائفها وكذا مكانتها في الاقتصاد خاصة لدى الدول المتقدمة، ثم انتقل إلى تحليلها ونقدها من وجهة نظر إسلامية فحاول التطرق إلى مخالفاتها الشرعية وإمكانية إجراء تعديلات عن ما هو مخالف لأحكام الشرع بما يؤدي إلى قيام بورصة إسلامية، كما وصل إلى مجموعة من النتائج أهمها أن البورصة مباحة شرعا من حيث هيكلها الإداري من لجان وعاملين وبلوائحها وتنظيمها، وأن إصدار الأسهم وتداولها مباح شرعا ما لم يكن نشاط الشركة المصدرة للأسهم محرم عكس ما هو الحال بالنسبة للسندات التي تقوم على الفوائد الربوية أساسا. إلا أنه لم يتطرق لمفهوم الصكوك أو أنواعها وأهميتها شكل مباشر.

● **سحا سورياني جعفر (2006) "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته":** تعرضت هذه الدراسة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودوره في الصناعة المالية الإسلامية وتطوير الأدوات المالية الإسلامية، كما تحدثت الدراسة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية لاسيما اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وركزت الدراسة على الأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، ومدى توافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما حاولت إبراز محاور الاختلاف بين سوق رأس المال الإسلامي والسوق التقليدي في ماليزيا، وبالرغم من أن هذه الدراسة بينت دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي إلا إنها لم تتطرق إلى دورها بشكل تفصيلي تجاه الأدوات المالية الإسلامية، ولم تفصل مدى شرعية وتوافق الأدوات المالية الإسلامية أو التقليدية المتداولة في السوق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وعلى الرغم من أن هذه الدراسة تعد دراسة تطبيقية إلا أنها لم تبرز محاور الاختلاف بين الأوراق المالية الإسلامية وبين تلك التقليدية.

● **زاهرة بني عامر (2008) "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية":** تطرقت الدراسة في البداية إلى التعريف بالأسواق المالية التقليدية، أنواعها وتنظيمها، ثم تناولت ماهية وآليات التصكيك التقليدي والفرق بينه وبين التصكيك الإسلامي، وفي آخر فصل حاولت الباحثة إبراز أهمية ودور التصكيك في تحريك عجلة الاقتصاد وتطوير الأسواق المالية في الدول الإسلامية، كما أوصت الباحثة بإنشاء لجان تهتم بابتكار وتطوير أدوات مالية ونقدية مقبولة شرعا، إلا أن هذه الدراسة لم تدرس التطورات الحاصلة في سوق الصكوك عبر العالم أو آفاقها.

**مساهمة الباحث.** ما يميز دراستنا أنها :

- تقدم مقارنة بين الأدوات المالية التقليدية المتداولة خاصة في البورصات العالمية و تلك الاسلامية متمثلة في صكوك الاستثمار الاسلامية.
- تبين مدى تسبب القواعد التي تقوم عليها هذه الأدوات في الأزمات المالية العالمية.
- تقدم دراسة نظرية وتاريخية للصكوك الاسلامية مع إظهار الدور الاقتصادي والاجتماعي لها.
- حاولت إبراز أهم النقاط التي رأيت أنها هامة لإنجاح عملية إنشاء الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية.

**حدود البحث**

حددنا لبحثنا هذا حدودا مكانية و زمانية تتمثل في :

- البعد الزمني: يعبر هذا البحث عن دراسة استشرافية لإنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر، و كذا دراسة تاريخية لتطور الصكوك الإسلامية عبر العالم من 2001 إلى 2015، كما تم التطرق لأزمة الرهن العقاري سنة 2008.
- البعد المكاني: يتمثل في الدراسة الميدانية التي تمت في الجزائر، إضافة إلى تجربة كل من الأردن السودان وماليزيا في مجال الصكوك الإسلامية.

**خطة البحث**

من أجل الإجابة عن إشكالية البحث ارتأينا وضع خطة عمل تقوم على تقسيم الدراسة إلى خمسة فصول تكون على الشكل التالي :

- الفصل الأول: يتناول دراسة تحليلية لأهم المفاهيم المتعلقة بسوق الأوراق المالية التقليدية: مفهومها، تنظيمها وطريقة عملها.
- في الفصل الثاني: حاولنا التطرق إلى أهم الأزمات المالية التي حدثت نتيجة تبني الأسواق المالية التقليدية ومبادئها الرأسمالية من فوائد ربوية ومضاربات.
- في الفصل الثالث: أعطينا دراسة نظرية قدمنا من خلالها أهم التعاريف المتعلقة بالصكوك الإسلامية، خصائصها، أنواعها وتطورها من سنة إلى أخرى ومن بلد إلى آخر.

- الفصل الرابع: أبرزنا من خلاله ذلك الدور أو الأدوار التي يمكن ان تقوم بها الصكوك الإسلامية بما يؤثر ايجابا على مختلف الأعوان الاقتصاديين كما تطرقنا إلى بعض التجارب الدولية في هذا المجال وعلى رأسها ماليزيا .

- الفصل الخامس: هو الفصل الذي حاولنا أن نجد من خلاله أهم العناصر التي قد تساعد على إدماج الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية وهذا بعد أن أعطينا فكرة عن طبيعة السوق المالية في الجزائر وكذا الخدمات المالية الإسلامية.

في الأخير نرجو أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع و إنجازة لنفوز بأجري الاجتهاد و الإصابة ، و إن لم يكن ذلك فحسبنا أننا حاولنا و الله من وراء القصد

# الفصل الأول :

دراسة وتحليل المفاهيم المرتبطة

بسوق الأوراق المالية

## الفصل الأول :دراسة و تحليل المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية

لقد ارتبط عنصر المال دائما بالحاجة فمن خلاله يتم شراء السلع التي يحتاجها الفرد أو المؤسسة لأجل تلبية رغبات أو أهداف معينة، ومنذ عشرينات القرن العشرين ومع التطور التكنولوجي والتوسع الصناعي إضافة إلى الحروب التي أصبح يعرفها العالم، ظهرت الحاجة للسيولة ورؤوس الأموال بشكل متزايد لتغطية نفقات هذا التوسع في الاستثمار وكذا إعادة إعمار ما دمرته الحروب وما خلفته من آثار.

إن الطلب الكبير على السيولة ما كان ليتوفر لولا وجود وسيط مهمته الربط بين أولئك الذين يملكون فوائض مالية غير مستغلة وهم على استعداد لتنميتها وأولئك الذين هم في حاجة لهذه الأموال لتنشيط مشاريعهم وتحريك عجلة الاقتصاد مقابل تنازلهم عن جزء بسيط من ثروتهم لصالح أصحاب هذه الفوائض .

و هنا ظهرت أهمية البنوك ومختلف المؤسسات المالية التي أدت دور هذه الوساطة سواء في إطار السوق المصرفي أو في إطار بورصة الأوراق المالية التي بدأت تنتشر بها أدوات مالية غير تقليدية متمثلة أساسا في الأسهم والسندات هدفها دائما هو تمويل المشاريع.

و من خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى هذه الأدوات أو الأوراق المالية المستعملة في السوق لأجل تمويل الاقتصاد، و محاولة التعرف على خصائصها وآليات عملها.

## المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية وتنظيمها

يتطرق هذا المبحث للمفاهيم المتعلقة بتنظيم سوق الأوراق المالية و مكانتها في السوق المالية و هذا من

خلال النقاط الآتي ذكرها:

### المطلب الأول :موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالية

عندما نقول سوق الأوراق المالية فإنه لا بد أن نتكلم عن السوق المالية بصفة عامة ومن ثمة التطرق إلى سوق الأوراق المالية التي نعتقد أن لديها نصيب هام من هذه المنظومة ألا وهي السوق المالية.

#### الفرع الأول:تعريف السوق المالية

إن الاقتصاد الحديث يتكون من ثلاثة اسواق رئيسية هي : أسواق الموارد التي يتم فيها تبادل عناصر الإنتاج وتقوم بتوزيعها على الأنشطة الإنتاجية المختلفة وأسواق السلع والخدمات المنتجة التي يتم فيها تبادل السلع الاستهلاكية والإنتاجية من خلال إنفاق ما تحصل عليه من عناصر الإنتاج من عوائد (دخل) على السلع الاستهلاكية وما تنفقه الوحدات الإنتاجية في عملية الاستثمار واخيرا الأسواق المالية.<sup>1</sup>

لتعريف السوق المالية أو الأسواق المالية نذكر مجموعة من التعاريف ومنها:

✓ **التعريف 1:**"الأسواق المالية هي وسيلة لعرض الأموال(المدخرين)بالطلب عليها (المستثمرين)حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي. capital funding أي صناعة رأس المال الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج"<sup>2</sup>؛

✓ **التعريف 2 :** كما أنها تعرف بأنها : "القلب النابض للجهاز المالي حيث تقوم بضخ الأموال (المدخرات من وحدات الفائض )، فتقرر بذلك حجم الائتمان والسيولة المتاحة وتجذب المدخرات وتعمل على تقدير معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية"<sup>3</sup> ؛

<sup>1</sup> عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار حامد، عمان، 2004، ص ص:66-67.

<sup>2</sup> محمد أحمد عبد النبي، "الأسواق المالية: الاصول العلمية والتحليل الأساسي"، زمزم للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص:22.

<sup>3</sup> زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية"، جامعة القدس، القاهرة، 2008، ص:12.

✓ **التعريف 3** : تعرف كذلك بأنها "سوق لا تختلف عن بقية اسواق عوامل الإنتاج، من حيث كونها موقعا لالتقاء تباري الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن سعري والكمي فضلا عن تحديد مستويات الربح والخسارة لأطراف السوق"<sup>1</sup>؛

أما التعريف الذي نرى أنه مناسب، هو أن " السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان؛ يلتقي خلالها المشترون، البائعون؛ الوسطاء والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية النقدية والمالية أو بالصرف الاجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الاصول المختلفة ( الحقيقية والمالية والنقدية) لفترات متباينة ( طويلة أو قصيرة الاجل) على أنظمة، قوانين وتعليمات؛ و إلى حد ما عادات وتقاليد ومعتقدات معتمدة محليا أو دوليا"<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: التطور التاريخي للأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى التطور في أسواق السلع والخدمات، و إن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها الآنية والآجلة، ومن ثم بدأت تتبلور في مجموعة من المراحل يمكن إيجازها فيما يلي 3:

**المرحلة 1** : تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، و ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية..... الخ. مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطره اللجوء إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب عن ذلك من عواقب وخيمة.

**المرحلة 2** : بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

<sup>1</sup> محمود مجد الداغر، "الأسواق المالية : مؤسسات -أوراق-بورصات"، دار الشروق، عمان 2005، ص:19  
<sup>2</sup> هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء، عمان، ط1، 2003، ص:58  
<sup>3</sup> ريمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005، ص:10-11.

**المرحلة 3 :** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات...الخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل، لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تف بحاجات التمويل للمشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

**المرحلة 4 :** ظهور ما يسمى بالأسواق النقدية، وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالية.

**المرحلة 5 :** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، و أصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وعمليات البيع الآجل والآني.....الخ.

### الفرع الثالث :هيكل السوق المالية

يعرف **Clifford Gomez** الأسواق على أنها " المكان الذي يتم فيه إنشاء أو تحويل الاصول المالية " <sup>1</sup>. فعندما نتكلم عن الأصول المالية فإننا نتكلم عن تلك التي تتسم بالسيولة النقدية أو المالية وعندما نتكلم عن إنشاء أو تحويل فإننا نتكلم عن مؤسسات مالية ووسطاء، وعندما نتكلم عن مكان فليس بالضرورة ان يكون مكان محدد بعقار .

مما سبق يمكن ان نقول ان السوق المالية يتكون من شقين أساسيين هما السوق النقدية وسوق رأس المال:

### 1. السوق النقدية

إن للسوق النقدية عدة تعاريف فهي تعرف على انها " تلك السوق الذي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية قصيرة الاجل التي تغطي فترة لا تزيد عن سنة، وقد يتم فيها تداول العملة كوحدة نقدية بكافة اشكالها المحلية والعالمية، و تتصف بأنه يلزم سدادها فوراً " <sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Clifford Gomez " **Financial markets institution and services**"; printed by MUDRAK; new delhi2008; p:08

<sup>2</sup> عادل مجد رزق، " الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية ( من منظور اداري ومحاسبي)", دار طيبة للنشر والتوزيع، الرياض 2004، ص:08.

كما تعرف على انها (السوق النقدية): " تمثل ذلك الاسم الجامع الذي يمكن اسقاطه على مختلف المؤسسات والهيئات التي تتعامل مع مختلف درجات اشباه النقود " <sup>1</sup>.

تعرف ايضا على انها " عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها الإقراض والاقتراض بين البنوك المحلية والبنوك الاجنبية، وترتكز على عامل أساسي مهم وهو سعر الفائدة الذي يتحدد بناءا على العرض والطلب" <sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها على انها "سوق المعاملات المالية قصيرة الاجل القابلة للتداول ( أقل من سنة)، و هذا النوع من الأسواق ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، أي ان مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يصل بعضها البعض والهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدتها بالقروض، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، اذونات الخزانة، القبولات المصرفية وشهادات الايداع، و إن أهم مؤسسات هذا السوق هي البنوك المركزية والبنوك التجارية" <sup>3</sup>

ترجع اهمية السوق النقدية إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي تقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع، فبالنسبة للاقتصاد الوطني يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها كما يؤمن للمقترض امكانية تحويل اصوله المالية قصيرة الاجل بسرعة إلى ارصدة نقدية سائلة، و بالنسبة للبنوك المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات البنوك التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة، سواء قصيرة الاجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية <sup>4</sup>.

ان المعارضون في السوق النقدية هم أولئك الراغبون في توظيف مدخراتهم عن طريق التخلي عن منافع نقودهم لفترة قصيرة مقابل حصولهم على منافع هذه النقود بنهاية هذه الفترة نظير فائدة ما، و يمكن ان نميز في السوق النقدية بين سوقين هما: <sup>5</sup>

<sup>1</sup> G.Ramesh Babu ; " **Financial markets and institutions**",Ashok Kumar Mittal; N. Delhi; 2006; p:47

<sup>2</sup> جمال جويدان الجميل، "دراسات في الأسواق المالية النقدية"، دار الصفاء للنشر، عمان، ط1، 2002، ص:30

<sup>3</sup> حسين بن هاني، "الأسواق المالية ( طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، عمان، ط1، 2002، ص:15.

<sup>4</sup> عادل أحمد حشيش، " أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص:152.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص ص:149-152.

**1.1. السوق الأولي :** و هي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال و متانة المركز المالي للمقرض و سمعته المالية.

**2.1. السوق الثانوي :** التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.

أي أن السوق الأولي محله إصدارات جديدة تمثل البيع الأول لأدوات الدين، بينما السوق الثانوي محله تلك الإصدارات الأولى التي يتم تداولها بين مشتريها الأول ومشتريين آخرين، ويفوق السوق الثانوي في أهميته السوق الأولى لدرجة أنه عندما تذكر سوق النقد يكون المقصود بذلك هو السوق الثانوي للنقد.

يتكون سوق النقد الثانوي بصفة عامة من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما : سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل وفيما يلي سنتطرق لكلا السوقين :

**أ/ سوق الخصم :** في هذه السوق يتم خصم أدوات الائتمان قصير الأجل والتي من أهمها :

✓ **الأوراق التجارية العادية :** (الكمبيالات، السندات لأمر...) و هي إصدارات تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة، على ان تستحق خلال فترة قصيرة وعادة ما يحتفظ المستثمرون بالورقة التجارية لغاية تاريخ الاستحقاق وبالتالي فان سوق تداول هذه الأوراق ضعيف نسبيا، الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها في العادة لتقلبات كبيرة.

✓ **القبولات المصرفية :** هي سندات مسحوبة على المصرف من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغا محددًا من المال في المستقبل وفي موعد محدد سلفا، وتظهر الحاجة إليها بصفة خاصة في ميدان تمويل التجارة الخارجية .

✓ **-أذونات الخزنة :** هي سندات دين تصدرها الحكومة لآجال تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر، تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي، وعادة ما يتم إصدار هذه الأذونات كل شهر بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التي حل أجل استحقاقها .

**ب/ سوق القروض قصيرة الأجل :**

تشمل هذه السوق جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض

المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى . وهناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لأجل القرض، بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوروبا ( ألمانيا وإنجلترا ) إلى ليلة واحدة، بحيث تحديد آجال القرض في كل يوم لليوم التالي .

كلما كان نطاق التعامل في سوق الخصم أوسع كلما تضاءل الحد الأدنى لفترة الاقتراض قصير الأجل وكانت سوق النقد أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، و هو عكس ما يحصل في الدول المتخلفة التي تكون فيها معظم المعاملات نقدا.

### 3.1. المتعاملون في السوق النقدية:

- يمثل المشاركون في السوق النقدي كل من مقترض ومقرض الأموال، وفيما يلي عرض لأهم المتعاملين :<sup>1</sup>
- ✓ **الوحدات ذات الفائض النقدي:** هي الفئات التي لديها مدخرات وتبحث عن توظيف قصير الأجل.
  - ✓ **الوحدات ذات العجز النقدي:** هي الوحدات التي تحتاج إلى سيولة لفترة قصيرة من افراد، مضاربين، سماسرة، حكومات أو شركات .
  - ✓ **الوسيط المالي:** هو الوسيط بين الطرفين السابق ذكرهما كالبنوك التجارية، وبنوك الاستثمار والبنوك المتخصصة.

❖ نشير إلى الدور المهم الذي تؤديه البنوك المركزية في هذه السوق وذلك من خلال:<sup>2</sup>

- ✓ توجيه السياسات النقدية.
- ✓ مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
- ✓ مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الاجنبية.
- ✓ الاشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة.
- ✓ اصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

2. **سوق رأس المال :** يطلق اسم سوق رأس المال على السوق المالية للاستثمارات الطويلة و المتوسطة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة و متوسطة الأجل ، أو في صورة إصدارات أوراق مالية طويلة

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص:69

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:49

## الفصل الأول :.....دراسة و تحليل المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية

ومتوسطة الأجل أيضا، ومن الخصائص المميزة لهذا النوع من الأسواق أنها أقل اتساعا من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيما. حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة"<sup>1</sup>

الهدف من السوق ان يتم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:<sup>2</sup>

✓ يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة، وبالتالي توفر لشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

✓ تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شرائهم للأوراق المالية في تلك السوق.

فالعرض في هذه السوق يتأتى من الفئات الراغبة في توظيف أموالها على المدى الطويل والحصول على عائد أكبر، اما الطلب فيتأتى من أولئك المستثمرين لتمويل مشاريعهم الطويلة الاجل. ومنه فإن سوق رأس المال يتميز بالتعامل في ما يسمى الأوراق المالية سواء كانت حكومية أو خاصة وهذا على خلاف السوق النقدي الذي يتعامل أساسا في الأوراق التجارية.<sup>3</sup>

وينقسم سوق رأس المال إلى قسمين أو شكلين:<sup>4</sup>

1.2. اسواق حاضرة : هي تتعامل في أوراق مالية طويلة الاجل أسهم وسندات واحيانا يطلق عليها اسواق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، و هنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند اتمام الصفقة، و ذلك بعد ان يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، اما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال اسواق منظمة وغير منظمة.

2.2. اسواق آجلة : يطلق عليها اسواق العقود المستقبلية وهي ايضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى ان يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على ان يتسلمها في تاريخ لاحق، و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

مما سبق فان سوق رأس المال يتميز بالتعامل في الاصول المالية طويلة الاجل ( أكثر من سنة) كسندات الخزينة، بينما السوق النقدي يتسم بالتعامل في الاصول المالية قصيرة الاجل مثل أذونات الخزانة.

<sup>1</sup> حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص:15

<sup>2</sup> عادل مجد رزق، مرجع سبق ذكره، ص:09

<sup>3</sup> عادل احمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص:155.

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، "معوقات اسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص:42.

نشير كذلك إلى أن السوق الحاضرة تمثل الجانب الأكبر من معاملات سوق رأس المال في الدول المتقدمة، لدرجة ان البعض ينظر إليها على انها وحدها التي تمثل سوق رأس المال.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : سوق الأوراق المالية

لقد تطرقنا في المطلب الأول للسوق المالية وتقسيماتها حيث أشرنا إلى أن سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، ما هي إلا تلك السوق الحاضرة أو الفورية التي تمثل أحد أشكال سوق رأس المال الذي بدوره هو جزء من منظومة أكبر ألا وهي السوق المالية.

في هذا المطلب سنحاول التطرق إلى أهم التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية والبورصة كونها أهم عناصر هذه السوق، مميزاتها، ووظائفها.

**الفرع الأول:تعريف سوق الأوراق المالية :** سنحاول اولا الاشارة لمختلف التسميات التي تطلق على هذه السوق، فالبعض يسميها "سوق الأسهم والسندات"<sup>2</sup>، و يسميها البعض "سوق رأس المال"<sup>3</sup> باعتبار انها مصدر الأموال لتمويل مختلف المشروعات، ويسميها البعض "بالسوق الاستثمارية"<sup>4</sup> أي سوق الأموال الطويلة والمتوسطة الأجل تميزا لها عن السوق النقدية، و من الأسماء الشائعة "بورصة الأوراق المالية"

أما بالنسبة للتعريف فهناك عدة تعاريف لبورصة الأوراق المالية:

✓ **التعريف 1:** "هي ذلك السوق المنظمة أين يتم بيع وشراء انواع مختلفة من الأوراق المالية وفقا لقوانين تنظيمية"<sup>5</sup>

✓ **التعريف 2 :** "سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها"<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عادل احمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص: 107

<sup>2</sup> محمد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية"، دار الرشيد، بغداد، ط1، 1986، ص: 13

<sup>3</sup> سامي حسن محمود، "وسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والايجار والمراخجة"، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الاسلامي، تونس، 4-7 نوفمبر 1984، ص: 3

<sup>4</sup> Dougall, E.Herbert and Gaumnitz, E.Jack; " **Capital markets and institutions**"; Englewood cliffs. New jersey; 1980;p:04

<sup>5</sup> R.k.sinjla; " **Business studies**"; prince print process; new delhi; 2006; p:288

<sup>6</sup> عبد الباسط وفاء محمد حسن، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص: 25

✓ **تعريف 3:** "هي ذلك الاطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يحققها هذا الجمع ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق".<sup>1</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها : "سوق ككل الأسواق تخضع لقاعدة العرض والطلب في تحديد أسعار سلعها المتمثلة في الأوراق المالية، على أن يتم تسيير هذه السوق بمجموع البائعون والمشترون للأوراق المالية إضافة للسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية".

نشير إلى أن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاسا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالترج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخيا من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته.

**الفرع الثاني : مكونات سوق الأوراق المالية :** يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى:

1. **السوق الأولية:** هي تلك السوق التي يكون فيها بائع الورقة المالية (سهم أو سند) هو مصدرها، أي أن المؤسسة هي البائع لهذه الأوراق الصادرة لأول مرة وتحصل على صافي المتحصلات من هذا الاصدار. تتصف عملية الإصدار هذه بأنها غير دورية، فإذا رغب المستثمر الذي اكتتب في أسهم الشركة ببيع هذه الأسهم فما عليه إلا ان يقوم ببيعها فيما يسمى بالسوق الثانوي.<sup>2</sup>

2. **السوق الثانوية :** هي السوق المكتملة للسوق الاولية، فهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الصادرة في السوق الاولية، فتتم عمليات البيع والشراء دون تدخل الشركة المصدرة للورقة المالية. و يتم تداول الأوراق المالية هنا في احدى السوقين التاليين:<sup>3</sup>

أ. **الأسواق المنظمة :** أو ما يسمى بالبورصة والتي تتميز بكونها ذات مكان محدد تتم بداخلها عمليات تداول الأوراق المالية بيعا وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون، و محاطة بالشفافية للإفصاح عن المعلومة وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.

<sup>1</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سبق ذكره، ص:09.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص:39

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة ارسلان، دمشق 2009، ص:73-79

ب. الأسواق غير المنظمة (The Over-The-Counter Market) : وتمثل المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة، و لا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، و لكنها شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة brokers والتجار dealers والمستثمرين المنتشرين داخل الدولة. و لا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم عن طريق التفاوض اعتمادا على شبكة الاتصالات بمختلف انواعها، و تنقسم هذه السوق بدورها إلى:<sup>1</sup>

ب.1. السوق الثالثة : تعتبر كنوع من انواع السوق الغير منظمة ،يتم التعامل بها من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة ، و هذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية ، و تتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها ، و كذا سرعة تنفيذها ، كما أن لسماسرة هذه السوق حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم ، اما العكس فليس صحيح.

ب.2. السوق الرابعة : هذه السوق شبيهة للسوق الثالثة في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل فيها لا يحتاج إلى سمسرة، أي أن التعامل يتم عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة أو بين الأفراد الأغنياء دون اللجوء لأعضاء بيوت السمسرة، و بالتالي الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة، و يكون الاتصال في هذه السوق عن طريق الهاتف أو شبكة الانترنت.

### الفرع الثالث : البورصة وتداول الأوراق المالية

إن تداول الأوراق المالية يتم عادة في البورصة، و قد بدأ تداول هذه الكلمة في بداية القرن الخامس عشر، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى القصر الخاص لعائلة فان در بورص (van der burse) بمدينة بروج البلجيكية (Bruges)، وقد أخذ فيما بعد هذا المصطلح في جميع اللغات ليعبر عن اجتماع التجار أو تحديدا تجارة المال، فقد كان للعائلة نزل صغير (auberge) امتلكته من سنة 1275 إلى غاية 1500 م تقريبا أين كانت تتم الصفقات داخل النزل أو في محيطه.<sup>2</sup>

نشأة البورصة لا يعني أنها كانت سوقا منظمة بشكلها المعاصر فقد كانت تجري فيها الصفقات والعقود المتنوعة بشكل مختلط وغير مفرزة، يتداول بها مختلف السلع، كما يتم تداول الأوراق التجارية وأعمال الصرافة، في حين أن المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية تم تسميتها بالأسهم وكان هذا في

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص.ص:81-82

<sup>2</sup>Fernand bonneur ، "bruges entre beffroi et canaux " ، la renaissance de livre ، Belgique ، 2000 ، p:46

القرنين السادس عشر والسابع عشر فقامت هذه الشركات بالاقتراض من الناس عن طريق أدوات الدين المعروفة اليوم بالسندات، وبعد ذلك نشأت الحروب بين الدول، الأمر الذي أعوزهم للاقتراض من الشعوب والمؤسسات أيضا بهذه الأدوات وهي السندات، وكان التداول لهذه الأدوات عندما ظهرت في بادئ الأمر يتم في البورصات التي يتم فيها تداول السلع والأوراق التجارية، و لم يكن بينها خط فاصل، ثم انشقت بعد ذلك ليتم التداول فيها على الأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطرق، و بعدها لأول مرة تأسست أول بورصة للأوراق المالية، أطلق عليها بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1773 م، ثم بورصة باريس 1808 م ثم بورصة نيويورك عام 1821م ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في العالم ومنها في العالم العربي والإسلامي.<sup>1</sup>

## 1. مكانة البورصة في الاقتصاد

إن من أهم الأهداف التي أنشأت من أجلها البورصة ما يلي:

أ/السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.

ب/تقييم هذه الشركات عن طريق السوق.

ج/ضمان التمويل عن طريق الادخار العمومي.

د/السماح بسيولة الادخار المستثمر على المدى البعيد.

هـ/تحقيق وتكريس شفافية أكبر في مبدأ الحركة النقدية (السيولة وانتقال الأموال) استثمارا وادخارا، ربحا وخسارة

1.1. أهمية البورصة : إن أهم مزايا اعتماد البورصة في اقتصاد دولة هو كونها أداة شفافة في سبيل تبني نظام

الخصوصية، حيث تكشف بمجرد اعتمادها والانخراط فيها الوضعية الاجتماعية والمالية والإدارية بكل مؤسسة،

كما يعكس واقع البورصة أيضا الحالة الصحية لاقتصاد الدولة المعنية أو للشركات العالمية العملاقة.

فيما يتعلق بالخصوصية فإنه لا يمكن تصور قيام أو اعتماد البورصة في ظل تهميش أو غياب القطاع الخاص،

أو تجريد مشاريع الخصوصية أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأس مالها للعمال

أو للمستثمرين وفتح رؤوس الأموال امام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي تلقائيا إلى تنشيط عملية الادخار الذي

يؤدي بدوره إلى إقامة سوق البورصة.

<sup>1</sup> محمد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1 2010، صص:32-33

2.1. انواع البورصة :الحديث عن البورصة يقودنا للحديث عن مختلف انواع البورصات المتمثلة في ما يلي:<sup>1</sup>

1.2.1 بورصة البضائع الحاضرة : فيها يتم تداول كميات كبيرة من السلع المثلية كالقمح والقطن والشعير والحديد والنحاس، فيرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن كله إلا قليلا يدفعه عند تمام التسليم، و يأخذ إذنا باستلامها في اليوم نفسه أو اليوم الموالي، فيذهب ويعاينها ثم يستلمها بعد دفع الجزء المتبقي، و أحيانا يكون الثمن كله مؤجلا إلى ما بعد التسليم.

2.2.1 بورصة العقود :في هذه الأسواق لا تكون البضائع موضوع التعامل حاضرة وإنما تجري المبادلات إما وفقا لنماذج معينة أو بناءً على تسمية الصنف المتفق عليه مسبقا، وهذه تباع فيها عقود الصفقات التجارية للسلع غير حاضرة ويكون البيع هنا على المكشوف أي يسمح فيها البيع لمن يملك القدرة على تسليم السلعة (مالية أم مادية) المتفق عليها حين حلول اجلها، بفضل استمرارية السوق.

3.2.1.بورصة العملات (او القطع) :يتم في هذه البورصة تبادل العملات أي الصرف، و ذلك بسعر العملة الفوري ويتم التبادل فورا، أو بسعر العملة الآجل ويتم التبادل آجلا.

4.2.1. بورصة المعادن النفيسة : في هذه الأسواق يتم تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاتين والاماس بنفس طريقة تبادل العملات.

5.2.1. بورصة الأوراق المالية : أما في بورصة الأوراق المالية فيتم تداول حصص رأس المال المعبر عنها بالأسهم أي صكوك الملكية وكذلك السندات والتي سنتناولها لاحقا بأكثر تفصيل.

### 3. وظائف البورصة

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وإذا ما حاولنا عرض أهم الوظائف التي يمكن ان تؤديها فيمكن حصرها فيما يلي:<sup>2</sup>

1.3. تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة

الاقتصاد الوطني : تشجع البورصة على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، و من ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر

<sup>1</sup> محمد صبري هارون، "احكام الأسواق المالية:الاسهم والسندات"، دار النفائس، عمان-الاردن 2009، ص.ص:25-27

<sup>2</sup> علي محي الدين القره داغي وآخرون، "الف باء بورصة:خبرات مالية وشرعية"، الدار العربية للعلوم، بيروت، ط1، 2006، ص.ص:15-17

أموالهم وهو ما يساعد في أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (اسهم وسندات) وفقا لاتجاهات الأسعار.

### 2.3. المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض إلى الفئات التي لديها عجز

(المقترضين) : فالمقترضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول آجال استحقاق تلك القروض، و عندما يقوم المقترضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عوامل الإنتاج فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل فئات المجتمع.

### 3.3. المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق : رافق

بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة في ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من افراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف أموال لا تقل أهمية عن اوجه التوظيف الاخرى.

### 4.3. المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي : تعد عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق

المالية مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

### 5.3. المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه

النمو والازدهار اقتصادي : هذا الأمر يتطلب توفر عدة سمات في سوق الأوراق المالية يمكن ايجازها فيما يلي:

■ كفاءة التسعير : بمعنى ان تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

■ كفاءة التشغيل : بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى اقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن

أن تسفر عنه تلك المعاملات.

■ عدالة السوق : بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

■ **الأمان** : يقصد به ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الاطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات الغير أخلاقية التي يعمد إليها بعض الاطراف.

6.3. تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة : يتم تحديد أسعار الأوراق المالية عبر طرق تعكس بصورة أقرب إلى الدقة وفقا لظروف السوق السائدة ونشر كافة البيانات المتعلقة بالشركات وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يعني الوصول لأفضل سعر بالنسبة للبائع والمشتري.

7.3. **تعمل على تقويم الشركات والمشروعات** : تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

### المطلب الثالث: نظام وآليات التعامل بالبورصة

لبورصة الأوراق المالية نظاما وقوانين يتم الرجوع إليها لأجل التحكم في سيرها وتسهيل العمل بها، و لتطبيق هذه القوانين كان لابد من تخصيص هيكل يتكون من أجهزة مستقلة عن بعضها البعض وتحديد مهام لكل متعامل بالبورصة.

**الفرع الأول: النظام الداخلي بالبورصة** : يختلف النظام الداخلي للبورصة من بورصة لأخرى، ولكن عموما فإن أغلب البورصات يكون نظامها الداخلي على الشكل الآتي:<sup>1</sup>

1. **لجنة البورصة** : تتشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من عدة أعضاء، مهمتها تحقيق السير الحسن لعمل البورصة، إضافة إلى رعاية مصالح حاملي الأوراق المالية، و تسقط العضوية عن كل شخص يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو غرامة مالية.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، "البورصة"، الاطلس للنشر، الجزائر، ط1، 1999، ص:62

2. الجمعية العامة يؤلف جميع الأعضاء العاملين والمنظمين في البورصة الجمعية العامة يرأسها رئيس لجنة البورصة أو نائبه.

من صلاحياتها أن تبدي رأيها في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة وبالأخص تعديل اللائحة الداخلية التي تتناول : مواعيد العمل وأيام العطل، الرسوم والاشتراكات، العمليات وجداول الأسعار، إضافة إلى طريقة عمل المقصورة (المكان الذي تعينه لجنة البورصة لتنفيذ عمليات البيع والشراء).

3. هيئة التحكيم :تتشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة وتتألف من رئيس لجنة البورصة وأربعة أعضاء تختارهم اللجنة وتكون قراراتها غير قابلة للاستئناف.

4. مجلس التأديب : يختص هذا المجلس بالنظر فيما يقع من مخالفات لقوانين أو لوائح البورصة، وكذلك جميع المسائل التي تمس حسن سير العمل والنظام في البورصة، كالإخلال بقواعد حسن السلوك وإخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة، أما العقوبات التي يفرضها المجلس فتتراوح بين الإنذار، الغرامة، الوقف أو الشطب النهائي.

5. مندوب الحكومة : تشرف الحكومة على جميع البورصات فتعين الوزارة المختصة وهي عادة وزارة المالية لدى البورصة مندوبا أو أكثر، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، و يجب أن يدعى مندوب الحكومة لحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة، و مجلس التأديب وهيئة التحكيم، وإلا كانت قراراتها باطلة وللمندوب الحق في الاعتراض على جميع القرارات المتخذة إذا كانت مخالفة لقوانين البورصة أو للصالح العام.

6. الأعضاء : يوجد بالبورصة عدة أعضاء يتم اختيارهم بعد إجراء إختبارات جادة ومهمة، يتمثل هؤلاء الأعضاء في:

1.6. السماسرة: هم الذين يتوسطون بين البائعين والمشتريين ويسهلون التعامل مقابل عمولة محددة بالقانون وعادة ما يتخذون شكل شركات أو ما يعرف ببيوت السمسرة، فيعملون على الجمع بين البائع والمشتري بطريقة سهلة وسريعة.

2.6. سمسرة الصالة: هم سمسرة لا ينتمون لأي من شركات السمسرة وإنما ينفذون الأوامر في الصالة بطلب من سمسرة آخرين تكون لديهم ضغوط عمل كبيرة لذا يطلق على هؤلاء "سمسرة الصالة"، لأجل تسريع التعاملات.

- 3.6. تجار الصالة: هم تجار يقومون بالتعامل في الأوراق المالية لكن لحسابهم الخاص فقط أي بمعنى أنه لا يقومون بعمليات البيع والشراء لحساب الجمهور أو السماسرة، يطلق على تجار الصالة عادة " المضاربون " <sup>1</sup>، فهم لا يهتمون بالعائد لأنهم لا ينوون الاحتفاظ بالأوراق المالية لفترة طويلة، و إنما يقومون بشراء تلك الأوراق التي يعتقدون أن سعرها منخفض وسيرتفع في الفترة القادمة فيحققون فارق السعر كريح.
- 4.6. المتخصصون : هم أشخاص يتخصصون في التعامل في نوع معين من الأوراق المالية، و يمكنهم ان يقوموا بعمل السمسار لحساب أشخاص آخرين مقابل عمولة كما لهم الحق أن يعملوا لحسابهم الخاص والمتاجرة بالأوراق.

**الفرع الثاني : التسعير بالبورصة :** سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء احدى الجلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذه الورقة ويمكن اللجوء إلى ثلاث وسائل مختلفة لتحديد سعر البورصة وهي:<sup>2</sup>

1. **طريقة المناذاة :** تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بان يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المقصورة وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي يجوزتهم حتى يتم التوازن. و نظرا للفوضى فإن المتفاوضين يلجئون إلى الإشارات.

2. **طريقة المعارضة :** فيها يدون في السجل الخاص بكل ورقة مالية كافة عروض البيع أو طلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة، و بذلك يحدد سعر التوازن.

3. **طريقة الصندوق :** يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، و تعتمد لجنة البورصة ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

4. **طريقة المطابقة :** فعندما يتلقى الوسيط أمرين متقابلين بيع وشراء لنفس الكمية من نفس الأوراق المالية، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة المعارف، القاهرة، 1999، ص:67

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص:45-46

<sup>3</sup> محمود علي الجبالي، "الأسواق المالية في الاسلام"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الاردن، 1991، ص:88

**الفرع الثالث : أوامر البورصة :** يقصد بأمر البورصة أو أمر السوق " التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء من قبل العميل لبيع أو شراء أوراق مالية معينة"<sup>1</sup>.

لا يوجد شكل محدد لأمر السوق فقد يكون كتابيا أو شفويا، فقد يتم تلقي الأوامر عن طريق الهاتف، الفاكس، الانترنت أو أي وسيلة من وسائل الاتصال، فمهما كان الأمر وجب تنفيذه بعد التأكد من صحته. و أهم الأوامر شيوعا في بورصة الأوراق المالية نجد:

1. **الأمر بسعر السوق:** يدل هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يمكن التعامل

به، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق (market buy order) فإنه يعني الشراء بأقل سعر، بينما أمر البيع بسعر السوق (market sell order) يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة.<sup>2</sup>

2. **الأوامر المحددة :** هنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسهم إذا كان

الأمر المحدد خاص بالشراء فإن السهم سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، و إذا كان الأمر خاص بالبيع فإن السهم سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، و هذا عكس ما يحدث في أوامر السوق، فالمستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر.<sup>3</sup>

3. **أوامر الإيقاف:** تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة؛ وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر

الإيقاف، ففي حالة البيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي وقت إصدار أمر البيع، و في حالة الشراء فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي وقت إصدار الأمر.<sup>4</sup>

4. **أوامر إيقاف محدد:** تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط

بأمر إيقاف، ففي حالة أوامر الإيقاف المحددة، يقوم المستثمر بتحديد سعرين : سعر الإيقاف والسعر المحدد. وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، و بالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه "أمر مشروط".<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:82.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص:48

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، " الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009، ص:36

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص:37

<sup>5</sup> نفس المرجع والصفحة السابقة

## المبحث الثاني:الأدوات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

يقصد بالأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية تلك الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والحكومية وغيرها ( سندات حكومية طويلة الاجل، اسهم الشركات العامة، أسهم وسندات شركات المساهمة...)، فالورقة المالية تعتبر صكاً وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الاصل، أي انها مستند ملكية أو دين يبين حقوق ومطالب المستثمر،<sup>1</sup> ولأكثر تفصيل فإننا سنحاول تناول ثلاثة عناصر من خلال هذا المبحث:

### المطلب الأول : الاسهم

تعتبر الأسهم من أكثر الأدوات المالية المتداولة في البورصات العالمية لما تتمتع به من خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية سنحاول توضيحها أكثر من خلال هذا المحور.

#### الفرع الأول : ماهية الأسهم :

يمثل السهم تلك الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة كما يطلق لفظ السهم على الصك المثبت لهذا الحق، والحكمة من تساوي قيمة الأسهم وعدم قابلية السهم للتجزئة هو تسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتقدير الاغلبية في الجمعيات العامة للشركة، و يترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم، وهي الحق في الأرباح والتصويت ونتاج التصفية.<sup>2</sup>

و لم تختلف تعاريف الأسهم من حيث المعنى حيث يعرفها أسامة المحيسن بأنها "صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، ويمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها"<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني:خصائص الأسهم:

فيما يخص دراسة خاصية التقييم بالنسبة للسهم فإنه يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم وهي: القيمة الاسمية، القيمة السوقية، القيمة الدفترية والقيمة العادلة:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية: اسهم- سندات-وثائق الاستثمار- الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003، ص:21

<sup>2</sup> صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية: علميا - عمليا"، مطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، ط1، 2000، ص:156

<sup>3</sup> أسامة نائل المحيسن، "الوجيز في الشركات التجارية والافلاس"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، ط1، 2008، ص:143.

1. القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تحدد عند الإصدار والاكتتاب العام، و تتدخل التشريعات المحلية غالباً في وضع حدود لهذه القيمة<sup>1</sup>، فإذا كانت قيمة رأس مال الشركة حسب العقد هو 100000 دولار مقسم إلى 10000 حصة، فإن القيمة الاسمية للسهم هي حاصل قسمة رأس المال على عدد الأسهم أي 10 دولارات.

2. القيمة السوقية للسهم: هي قيمة السهم في البورصة أو في سوق الأوراق المالية، وتحدد هذه القيمة في ضوء توزيعات الشركة ومركزها المالي ومدى نجاحها والظروف الاقتصادية والسياسة السائدة وكمية الأسهم المعروفة وحجم الطلب عليها والمضاربات على الأسهم في البورصة...الخ<sup>2</sup>

3. القيمة الدفترية للسهم: القيمة الدفترية للسهم هي نصيب السهم من القيمة المحاسبية لصافي أصول الشركة (صافي المركز المالي) وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات وتكون أقل في حالة تحقيقها لخسائر وتحسب القيمة الدفترية بقسمة صافي المركز المالي للشركة على عدد الأسهم الصادرة. ويمكن اعتماد الصيغة التالية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} \pm \text{النتيجة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

4. القيمة العادلة أو الحقيقية: هي عبارة عن حاصل قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية<sup>3</sup>، فإذا كان السعر السوقي أكبر من القيمة العادلة فإن السهم قد قدر بأكثر من قيمته الحقيقية وفي هذه الحالة يستحسن بيع السهم أو عدم شرائه، ويمكن حساب القيمة العادلة للسهم كما يلي:

$$V_0 = \frac{E[D_1] + E[P_1]}{1 + k}$$

حيث:  $V_0$ : قيمة السهم

$E[D_1]$ : العائد (الربح الموزع) المتوقع خلال السنة 1

$E[P_1]$ : السعر المتوقع عند السنة 1

$K$ : المردودية المتوقعة أو معدل الرسملة السوقية

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 95

<sup>2</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

الفرع الثالث : انواع الأسهم : يمكن تقسيم الأسهم إلى عدة انواع وحسب معايير مختلفة:

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل: يمكن تقسيم الأسهم حسب الشكل إلى:

1.1. اسهم اسمية : هي الأسهم التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك ويمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، على ان يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة<sup>1</sup>

2.1. أسهم لأمر : المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير<sup>2</sup>.

3.1. أسهم لحاملها : يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين بدون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في تلك الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم.<sup>3</sup>

2. تقسيم الأسهم من حيث الحصة المدفوعة : يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

1.2. الأسهم النقدية : هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال لشركة المساهمة إذ يدفع المكتتب قيمته نقدا، و لا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.<sup>4</sup>

2.2. الأسهم العينية : اما السهم العيني فيمثل حصة عينية في رأس مال الشركة وتصدر الشركة الأسهم العينية مقابل أصول عينية ( عقارات -آلات -بضاعة،...الخ)، يقدمها المكتتب وتخضع الأسهم العينية لنفس قواعد الأسهم النقدية، و تختص بوجود تقييم الحصة العينية، و التأكد من صحة هذا التقييم حتى يصل مقدم الحصة على أسهم تناسب قيمتها الاسمية مع القيمة الحقيقية للحصة المقدمة.<sup>5</sup>

3.2. الأسهم المختلطة. هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، " اسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2006، ص:67

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:154

<sup>3</sup> صبري حسن نوفل، " الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة للتحليل المالي الأساسي"، مؤسسة الاهرام، القاهرة، 1996، ص:11

<sup>4</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:21

<sup>5</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:160

<sup>6</sup> رشيد بوكساني مرجع سابق، ص:21

3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها مالكيها : كما يمكن تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يمكن ان يستفيد منها صاحب السهم أو حامله فنجد:

### 1.3 أسهم عادية.

1.1.3. تعريف الأسهم العادية : وتمثل اداة الملكية في شركة المساهمة العامة، و هي عبارة عن " صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في احدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أو حصة عينية"<sup>1</sup>

و بالتالي هي أحد أدوات الملكية وليس دين، ومن ناحية الدخل فهي متغيرة (توزيعات الأرباح)، وتعد هذه الأسهم من أكثر الأدوات استعمالا بين الجمهور ويكون لحاملها الحق في<sup>2</sup>: الحصول على الأرباح، التصويت في الجمعية العامة، حق الإكتتاب في أسهم جديدة، و حق تفحص القوائم المالية...الخ.

### 2.1.3. خصائص الأسهم العادية : للأسهم العادية مجموعة من الخصائص يمكن ان تميزها نذكر منها<sup>3</sup>:

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية من يد لأخرى، كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيود في سجل الشركة كالأسهم الإسمية، أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم بأمر.
- تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد بنجاح الشركة المصدرة لهذه الاسهم، بالإضافة لما تدره على مالكيها من دخل سنوي.
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة عدم الاستعمال مهما طال الزمن.
- الاسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيم مختلفة.
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس اداة دين أو اقتراض.
- ان عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة أو الجمعية العامة.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الاسهم.

<sup>1</sup> مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، "الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة، القاهرة، ط1، 1993، ص:169

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص: 152

<sup>3</sup> سعيد توفيق، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1997، ص:53

- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وانما يتم التداول عليه بيعا وشراء في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الأسهم التي يملكها.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق، فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

**2.3. الأسهم الممتازة:** يطلق على الأسهم الممتازة اسم " الأوراق المالية المهجنة " حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات<sup>1</sup>، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة.

### 1.2.3. خصائص الأسهم الممتازة : تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسب معينة.
  - حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الاصول.
  - حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.
  - حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى اخرى.
  - حق تحويلها إلى أسهم عادية.
  - حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.
- تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وسوقية، يرتبط أجله بوجود الشركة، كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لهذه الأسهم -بمخلاف فوائد السندات -ضمن تكاليف واجبة الخصم من الوعاء الضريبي، كما ان عدم سداد توزيعات الأرباح للأسهم لا يترتب عليه افلاس الشركة.

<sup>1</sup> Donald E.Fischer & Ronald J.jordan ، " Security Analysis & Portfolio management" ، new jersey: Prentice-Hall International;inc ، 1991 ، p:13

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:156

### 2.2.3. انواع الأسهم الممتازة : تنقسم الأسهم الممتازة إلى الانواع التالية: <sup>1</sup>

أ/ الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حقت فيها أرباح لكن لم يعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب/ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة اضافية لحق الاولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق ايضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

ج/ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

د/ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء : تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها، أي امكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، و خصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.

4. التوجهات الجديدة بشأن الأسهم: بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها: <sup>2</sup>

#### 1-4 بالنسبة للأسهم العادية : نذكر منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية : من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، إلا قامت شركة جنرال موتورز خلال الثمانينات بإصدار مجموعتين اضافيتين من الأسهم العادية، حيث اصدرت أسهما اطلق عليها E.Class ترتبط فيها التوزيعات على الأرباح المحققة في قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية ومجموعة اخرى اطلق عليها اسم H.Class متعلقة بقسم إنتاج أجزاء الطائرات.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة : في بداية الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة : ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين، خلال فترة محددة بعد الاصدار،

<sup>1</sup> نجلد مطر، " ادارة الاستثمارات "، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 1999، ص:208

<sup>2</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:173-175

و يتم التعويض اما بحصول حامل السهم على مزيد من الأسهم العادية أو بحصوله على أسهم ممتازة، أو أوراق تجارية أو مالية تمثل مديونية قصيرة الاجل، كما يمكن ان يكون التعويض نقدا.

#### 4-2 بالنسبة للأسهم الممتازة : يمكن ذكر:<sup>1</sup>

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة : ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، و يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، و حدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية للسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت : ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

4-3- أسهم التمتع : أسهم التمتع هي نوع تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية ( أسهم رأس المال) أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.

4-4- أسهم المنحة أو الانعام<sup>2</sup>: هي الأسهم التي تمنح بدون مقابل للمساهمين الأصليين في الشركة عند تحويل احتياطات الشركة إلى رأس المال

5. حصص التأسيس: قد يبذل المؤسسون جهدا كبيرا ويقدمون خدمات نادرة لإتمام تأسيس الشركة وإخراجها إلى الوجود، فتم ابتكار هذا النوع من الأدوات المالية لمكافأتهم على ذلك بمنحهم ما يعرف بحصص التأسيس، و هي " صكوك تصدر عن الشركة وقد تكون إسمية أو لحاملها وتعطي أصحابها حقا في الأرباح فقط (يحدد في الصك) ولا تعطيهم حق الاشتراك في إدارة الشركة ( حق التصويت في الجمعية العمومية) أو نصيب من أصولها عند التصفية، و لا يكون لحصص التأسيس قيمة إسمية ولكن يكون لها قيمة سوقية تتوقف على ما تدره من أرباح، وتكون قابلة للتداول<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:24

<sup>2</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:165

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص:165.

## المطلب الثاني : السندات.

لقد سبق وان اشرنا إلى ان الأسهم تمثل رأس مال الشركة المساهمة ولذلك تعد احد مصادر التمويل الداخلي أو الذاتي، إلا انه قد يتوسع نشاط الشركة، أو تنشأ ظروف تؤدي بالشركة إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية كالقروض البنكية أو اللجوء إلى طرح سندات.

### الفرع الأول : ماهية السندات.

هناك عدة تعاريف خاصة بالسندات ، نختار منها :

أ- السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال إلى حامله بتاريخ معين (القيمة الاسمية) مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.<sup>1</sup>

ب- يمثل السند حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل، صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه حق الحصول على فوائد، تسمى كوبونات، وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاستحقاق، وذلك حسب مخطط إهلاكه).<sup>2</sup>

ت- كما يعرف على أنه : " صك قابل للتداول في الأسواق المالية يمثل قرض صادر عن مؤسسات عمومية أو خاصة، يترتب عليه دفع فوائد معينة، و سداد قيمته كاملة وذلك وفق شروط (نسبة الفوائد، مدة الاستحقاق...) متفق عليها مسبقا في العقد. وهذا الدين لا يعطي لصاحبه أي حق في ممارسة سلطة ما داخل المؤسسة".<sup>3</sup>

نلاحظ أن التعاريف السابقة تقودنا لنفس الاتجاه وهو أن "السندات عبارة عن صكوك متساوية القيمة، تمثل ديونا في ذمة الشركة المصدرة لها، بحيث تثبت حقوق حاملها بما قدمه من مال على سبيل إقراض للشركة وحقه في الحصول فوائد دورية غير متعلقة بالوضع المالية أو للنتائج المحققة من طرف الشركة، واقتضاء قيمة الدين في مواعيد استحقاقها، و تكون هذه الصكوك قابلة للتداول على مستوى البورصة إما بالقيود في الدفاتر التجارية إن كان اسميا أو بالتسليم للمشتري إن كان لحامله"

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:148

<sup>2</sup> Lawrence GITMAN ، Michel JOEHNK ، " **Investissement et marchés financiers** " ، Pearson éducation France ، 9<sup>e</sup> édition 2005 ، p12.

<sup>3</sup> Philippe SPIESER ، " **Information économique et marchés financiers** " ،Economica 2000 ، Paris ، p30.

الفرع الثاني: خصائص السندات:

- للسند مجموعة من الخصائص تميزه عن السهم الذي تصدره الشركات المساهمة نستعرضها على النحو التالي:<sup>1</sup>
- يمثل السند حصة في قرض على الشركة بينما يمثل السهم حصة في رأس مال الشركة، فالمساهم يعتبر شريك بينما حامل السند دائنًا للشركة.
  - لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة وفي حالة توقف الشركة عن سداد هذه الفائدة، فله الحق في اتخاذ إجراءات قانونية ضد هذه الشركة والتي قد تصل إلى إشهار إفلاسها وتصفيتها،
  - أما حامل السهم العادي فله الحق في الحصول أرباح تتغير حسب نتيجة أعمال الشركة وحسب ما تقرره الجمعية العمومية، و في حالة عدم تحقيق أرباح لا يستطيع مطالبة الشركة بشيء.
  - يسترد حامل السند قيمته في تاريخ محدد يتفق عليه عند إصدار السند وأحيانًا يكون له ضمان خاص على بعض أصولها ومن ثم يتقدم على أصحاب الأسهم الذين يقتسمون أصول الشركة بعد سداد ديونها ومنها قرض السندات
  - أما حامل السهم فلا يسترد قيمة أسهمه أثناء حياة الشركة إلا في حالات استهلاك رأس المال وإصدار أسهم تمتع كما سبق بيانه.
  - تنص العديد من التشريعات كالتشريع المصري على عدم إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية، أما السندات فيجوز إصدارها بأقل من قيمتها الاسمية لتشجيع الجمهور على الاكتتاب فيها، على أن ترد القيمة الاسمية بالكامل في تاريخ الاستحقاق.
  - كما تتشابه السندات والأسهم في:
  - كون كلاهما يمثل وسيلة تمويلية للشركة، فبينما تمثل الأسهم وسيلة تمويل داخلي (الحصول على رأس مال مملوك) فإن السندات تمثل وسيلة تمويل خارجية (تدبير رأس مال مقترض)
  - كونهما قابلان للتداول في السوق الثانوية ويخضعان لقوى العرض والطلب.

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص:180

### الفرع الثالث:انواع السندات

يمكن التمييز بين عدة انواع من السندات وذلك تبعا للزاوية التي ينظر منها لهذه السندات

#### 1. السندات حسب طريقة شكل اصدارها أو طريقة تملكها :<sup>1</sup> وهنا نميز بين :

أ. سندات اسمية : هي التي تحمل اسم صاحبها على صك السند ولا تتداول إلا بعد موافقة الشركة واثبات التنازل عنها في دفاترها.

ب. سندات لحاملها : يتم تداولها بالتسليم ولا يحمل الصك اسم صاحبه ولا يحتاج التنازل عنه موافقة الشركة أو اثبات التنازل في سجلاتها.

#### 2. السندات من حيث جهة الاصدار:<sup>2</sup>

أ- سندات حكومية : تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

ب- سندات غير حكومية : تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

#### 3. السندات من حيث الضمان:<sup>3</sup>

أ. سندات مضمونة : ذلك برهن اصل ثابت كعقار ما أو أوراق مالية خاصة بشركات اخرى، و هذه الرهون تكفل لحامل السند وضع يده على الاصول المرهونة في حال اخفاق الشركة المصدرة سداد قيمة السند عند استحقاقه.

ب. سندات غير مضمونة : يطلق عليها اسم السندات العادية ففي حالة عدم تمكن الشركة من سداد قيمة القرض فيمكن لأصحاب السندات المطالبة بإفلاس الشركة، وتعد الضمانة الوحيدة هي الاولوية على حملة الأسهم سواء العادية أو الممتازة.

#### 4. السندات من حيث القابلية للتحويل:<sup>4</sup>

أ. سندات قابلة للتحويل : يعطى لصاحبها الحق لاستبدالها لأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:182

<sup>2</sup> فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الاسس النظرية والعملية"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2008، ص:77

<sup>3</sup> محمد خلة توفيق، "الهندسة المالية : الاطار النظري والتطبيقي"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2011، ص:141-142

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:151

ب. سندات غير قابلة للتحويل :فلا تعطى لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

#### 5. السندات من حيث طبيعة الفائدة<sup>1</sup>:

أ. فائدة ثابتة : تكون عليها الفائدة ثابتة طويلة الامد.

ب. فائدة متغيرة : تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

#### 6. السندات من حيث الاجل<sup>2</sup>:

أ. سندات قصيرة الاجل : هي تتشابه مع اذونات الخزانة من حيث قصر المدة ويتم تداولها في سوق النقد، تتميز بالسيولة العالية وانخفاض المخاطر بها وتصدر بمعدلات فائدة جد متدنية.

ب. سندات متوسطة وطويلة الاجل : يتم تداولها في اسواق رأس المال وتصدر بمعدلات الفائدة اعلى من القصيرة الاجل، ومن امثلتها السندات العقارية وسندات التنمية...

ج. سندات دائمة : تعطي لحاملها الحق ان يبقى عليها إلى أي فترة يشاء، وان أراد التخلص منها فليس امامه سوى بيعها في البورصة، ولا يتمتع هذا النوع من السندات بالانتشار الواسع مثل الانواع الاخرى.

#### الفرع الرابع : اهتلاك السندات

مادام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، و لاهتلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، و إن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق<sup>3</sup>:

#### 1. السداد الجزئي للسندات : تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال استحقاق القرض الجزأ،

أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

#### 2. تكوين احتياطي استهلاك السندات : قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص

باهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:151

<sup>2</sup> محب خله توفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 141

<sup>3</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:28

- تخصيص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

3. لسداد التدريجي : تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات

مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل

تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث

يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد

السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

4. مقارنة بين السندات والاسهم العادية والممتازة:

يمكن تلخيص اوجه الاختلاف والتشابه بين السندات والاسهم العادية والممتازة من خلال الجدول الآتي:

الجدول (01): المقارنة بين السندات والاسهم الممتازة والاسهم العادية

الاسهم العادية	الاسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
الدرجة الثالثة المتبقي وغير محدد	الدرجة الثانية ثابت ومحدد	الدرجة الاولى ثابت ومحدد عادة	أولا: الحق في الحصول دخل 1. من حيث الاولوية 2. من حيث مبلغ الدخل أو العائد ثانيا: الحق في الاصول عند التصفية.
الدرجة الثالثة المتبقي وغير محدد	الدرجة الثانية محدد	الأولى محدد	1. درجة الأسبقية 2. المبلغ
ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق	محدد مسبقا	ثالثا: تاريخ الاستحقاق.

المصدر: عبد الغفار حنفي، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 269

### المطلب الثالث: المشتقات المالية

تزايدت أهمية المشتقات المالية على مدار العقدين الأخيرين من القرن 19 بسبب الثورة التي حدثت في

تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على اسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا

واتساعا، فعلى سبيل المثال في عام 1980 كان حجم المتاجرة السنوية لعقود المستقبلات - نوع من انواع

المشتقات - الخاصة بأسعار الفائدة 12 مليون عقد وفي سنة 1993 ارتفعت إلى 318 مليون عقد، كما

عرفت مبادلات العملات - نوع آخر- نمو خلال الثمانينات من 1 إلى 2 مليار عقد، إضافة إلى الخيارات - نوع ثالث- إذ أن المتاجرة بخيارات العملات الاجنبية في الأسواق الموازية يقدر بـ 22 مليار عقد ( 80% من التعاملات على الطاولة over the counter ) سنة 1989، و خلال السنة نفسها كان هناك 40 مليون عقد تام لخيارات أسعار الفائدة التي يتاجر بها في البورصات المنظمة<sup>1</sup>.

**الفرع الأول : تعريف المشتقات المالية :** هناك عدة تعاريف متعلقة بالمشتقات المالية نذكر:

- **تعريف 1:** المشتقات المالية "عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية : أوراق امالية، عملات اجنبية، سلع...الخ لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة"<sup>2</sup>
- **تعريف 2:** المشتقات المالية " أوراق لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود"<sup>3</sup>
- **تعريف 3:** نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.<sup>4</sup>
- **تعريف صندوق النقد الدولي :** " المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الاصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الاصول، وكعقد بين الطرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح غير ضروري"<sup>5</sup>

مما سبق يتضح لنا ان المشتقات المالية هي أدوات مالية مرتبطة أساسا بورقة مالية أو مؤشر أو سلعة ما، بحيث يتم من خلالها بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، اما قيمتها فتتوقف على سعر الاصول أو المؤشرات محل التعاقد، كما تستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة تشمل ادارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر والمراجعة بين الأسواق واخيرا المضاربة.

<sup>1</sup> حاكم الربيعي وآخرون، " المشتقات المالية"، دار اليازوري، عمان، ط1، 2011، ص:16

<sup>2</sup> محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص:262

<sup>3</sup> سعيد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص:85

<sup>4</sup> أحمد صالح عطية، " مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر 2003، ص: 211.

<sup>5</sup> اضاءات، العدد2، نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية، الكويت جانفي 2009، ص:3

**الفرع الثاني: أسواق المشتقات :**

يتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة ( البورصات ) وكذلك في الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري على الطاولة (over the counter OTC) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء العالم، و لا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تربط بين السماسرة والتجار والمؤسسات المالية. وتتميز الأسواق المنظمة على الأسواق الغير منظمة بوجود مكان محدد لإجراء المعاملات وتتميط شروط التعامل، و الغاء مسؤولية تنفيذ و ضمان جدية الصفقات على مؤسسات متخصصة هي المؤسسات تسوية الصفقات.

و تعتبر اسواق المشتقات اسواق عقود، و في العقد يوجد طرفان، الطرف البائع والطرف المشتري، ويتضمن العقد مجموعة من العناصر الأساسية التالية<sup>1</sup>:

- أ. تاريخ العقد.
- ب. تحديد السعر.
- ت. تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- ث. تحديد نوع الاصل محل التعاقد.
- ج. تحديد الزمن الذي يسري عليه العقد.

**الفرع الثالث: أنواع عقود المشتقات :** لقد تعرفنا على معنى المشتقات المالية وعرفنا انها تتعلق بشتى انواع الاستثمار المالي والحقيقي مثل السلع والأوراق المالية والفوائد وأسعار الصرف ومؤشرات الأسعار، هذا يعني انه لا بد ان تكون هناك عدة انواع من هذه المشتقات والتي سنوضحها على النحو الآتي:

1. الخيارات ( option ): "هي عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق و بسعر يحدد في وقت التعاقد، على ان يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ من عدمه، و ذلك مقابل مكافأة يدفعها للبائع عند التعاقد، والذي يطلق عليه محرر الاختيار "option writer"<sup>2</sup>

من خلال التعريف يمكن ان نميز ان هناك نوعين من الخيارات وهي :

- خيار حق الشراء : وهو الذي يعطي مشتري خيار الشراء الحق وليس الالتزام بشراء الاصل محل العقد.
- خيار حق البيع : وهو الذي يعطي مشتري خيار البيع الحق وليس الالتزام ببيع الاصل محل التعاقد.

<sup>1</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، " ادارة المشتقات المالية "، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2012، ص:28

<sup>2</sup> منير ابراهيم الهندي، " ادارة الأسواق والمنشآت المالية"، مشاة المعارف، الاسكندرية، 1997، ص:589

2. العقود الآجلة : " هي العقود التي يلتزم فيها البائع ان يسلم المشتري السلعة في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد"<sup>1</sup> وتكون هذه العقود ملزمة التنفيذ تتم في الأسواق اللاحقة وخارج البورصة.<sup>2</sup>
- 3.العقود المستقبلية : " هي عقود بين البائع والمشتري لشراء أو بيع احد الاصول في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم، ولكن مع تسويات يومية في اسواق التبادل المستقبلية future markets."<sup>3</sup> وعادة ما يتم تداول هذه العقود في البورصة ( السوق المنظمة).

3-1- انواع عقود المستقبليات : تتعدد انواع المستقبليات حسب نوع موضوع العقد أو الشيء المتعاقد عليه وبالتالي يمكن تقسيم هذه العقود إلى<sup>4</sup> :

- أ. عقود المستقبليات المالية : فيها يتم التعامل على بيع أو شراء كمية محدودة من الأوراق المالية.
- ب. عقود مستقبليات المحاصيل الزراعية : فيها يتم بيع أو شراء كمية محدودة من المحاصيل الزراعية.
- ت. عقود مستقبليات المعادن الثمينة والمواد الخام: يتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من المعادن الثمينة والمواد الخام.

ث. عقود مستقبليات العملات الأجنبية يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الاجنبية.

3-2- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:<sup>5</sup>

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

- أ. مخاطرة عدم القدرة على الوفاء :العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.
- ب. مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي :يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر يختلف تماما مع العقد الآجل، فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص:668

<sup>2</sup> فريد النجار، "المشتقات والهندسة المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص:20

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص:21

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص:171

<sup>5</sup> احمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص:240.

بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

**ج. تكلفة المعاملات:** تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

**د. التسوية اليومية للعقد:** في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية، أما في حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا.

**4. عقود المبادلات swaps:** " هي اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر يتم بموجبه تبادل الدفعات أو المقبوضات المترتبة على كل منهما، من جراء التزامات أو أصول يتم تحديدها لهذه الغاية، و ذلك خلال حياة المبادلة، و بنفس عملة الالتزام أو الاصل، و دون اجراء أي تبادل في طبيعة الالتزام أو الاصل".<sup>1</sup>

نشير إلى ان عقود المقايضات أو المبادلات ظهرت لأول مرة في عام 1970 بالنسبة للعملات الاجنبية، وفي سنة 1981 بالنسبة لأسعار الفائدة، ومن ثم دخلت مبادلات السلع والرهن والضرائب حتى تجاوزت قيمتها الكلية 8 ترليون دولار امريكي في نهاية التسعينات من القرن الماضي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> هشام السعدي خليفة بدوي، " عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2001، ص : 69

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، " مرجع سبق ذكره، ص:174

### المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية ومدى كفاءتها:

إن سؤال احد المستثمرين عن حالة السوق سوف يختلف من مستثمر إلى آخر وذلك حسب الأرباح أو الخسائر التي مست محفظته المالية فمن حقق ارباحا سيجيب بأن السوق كان ايجابيا، اما من خسر فسيجيب بالعكس، اما إذا سألت أحد المحللين والمتابعين لسوق الأوراق المالية فسيجيبك اعتمادا على احد أو مجموعة من المؤشرات الخاصة بالسوق، هذه المؤشرات التي سنحاول التعرف عليها وعلى خصائصها.

#### المطلب الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية:

##### الفرع الأول : ماهية مؤشرات السوق واستخداماتها

1. تعريف مؤشر السوق : هناك عدة تعريفات معظمها متشابهة خاصة بسوق الأوراق المالية، نذكر منها:
    - التعريف 01 : " هي عبارة عن ارقام قياسية تبين التغيرات في متوسط أسعار الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية"<sup>1</sup>؛
    - التعريف 02 : "تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنتظمة في فترات زمنية محددة"<sup>2</sup>؛
    - التعريف 03 : "هو قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو ارقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، و الحاصلة في سوق رأس المال، و بشكل رئيس سوق الاسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة"<sup>3</sup>؛
- من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف مؤشر السوق على أنه "مرجعية معلوماتية، تمثل قيمة قياسية بسيطة أو مرجحة، تساعد على تحليل، متابعة وتوقع حالة السوق على جميع المستويات جزئية كانت أم كلية في سوق مالية منظمة أو غير منظمة، و خلال مختلف المراحل الزمنية".

<sup>1</sup> عبد العزيز فهمي هيكل ، " موسوعة المصطلحات الاقتصادية والاحصائية " ، دار النهضة العربية، بيروت-لبنان، 1986، ص:776.

<sup>2</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص:76.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:298.

2. استخدامات المؤشرات في سوق الأوراق المالية : يمكن استخدام مؤشرات الأسواق المالية لتحقيق أهداف متعددة نذكر منها:<sup>1</sup>

- ✓ تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الاجمالية ومتابعة إنجازات الشركات المكوّنة بأدواتها للمؤشرات المعنية، و تحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.
- ✓ تعديل المحفظة الاستثمارية على وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المالية من حيث علاقة العوائد بالمخاطر ويمكن استخدام المؤشرات في التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضا.
- ✓ استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.
- ✓ تمكن المؤشرات في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصاديات الدولية المختلفة أو المقارنة بينها وبين الأدوات المالية المستعملة في هذه الدول.
- ✓ كشف عيوب الاقتصاد الوطني من حيث الركود والتضخم أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش.
- ✓ تقدير درجة حساسية أسواق الأوراق المالية ومنه الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الازمات الاقليمية المتولدة عن أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.
- ✓ كما أن مؤشرات أسواق الأوراق المالية تمكن من التعرف على الاتجاهات السائدة في السوق وهو ما يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيعاً).<sup>2</sup>

3. اهم مراحل بناء مؤشرات السوق : عند الحديث عن مؤشرات اسواق الأوراق المالية أو غيرها فإننا نتحدث عن مؤشرات يفترض بها ان تعبر عن حقيقة السوق بأكبر دقة ممكنة، ولهذا وجب اختيار عينة من الأوراق المالية تقدم أكبر تمثيل للسوق المراد قياس مستوى أسعاره ثم تجرى عليها العمليات الرياضية اللازمة لإظهار المستوى الوسطي لأداء العينة، فكل المؤشرات سواء كانت Dow jones Industrial أو S&p500 أو ال DAX.... الخ فإنها تعتمد على نفس الاسلوب

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص : 198-199

<sup>2</sup> محمود مجد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص:299.

عموما فإن بناء المؤشرات يمر عبر ثلاث مراحل وهي على الشكل التالي<sup>1</sup>.

1. مرحلة اختيار العينة : يتم في هذه المرحلة اتخاذ قرار بشأن حجم العينة المراد قياسها بحيث تتم دراسة حجم العينة من حيث اعتماد عدد الأسهم أو الأوراق المالية التي سيتم إدخالها في العينة، بعدها تتم عملية اختيار مفردات العينة وذلك بالاعتماد على أسس معينة مدروسة.

2. مرحلة اختيار طريقة تحديد أوزان مكونات العينة : وهنا يتم اتخاذ القرار بشأن طريقة تحديد الأوزان التي ستخصص لمفردات العينة وهناك ثلاث طرق معتمدة:

أ. طريقة تساوي الأوزان<sup>2</sup>: يقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في الغاء التحيز السعري، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها في المؤشر.

عمليا يتم اتباع هذا الأسلوب في الترجيح من خلال حساب كمية وهمية (معامل f) تمثل مقلوب سعر السهم p حيث  $f=1/p$ ، ومثال ذلك مايلي:

السهم	P0	f=1/P	W0	P1	W1=P1xf	التغير ((w1)-1)
A	100	0.01	1	150	1.50	0.5
B	80	0.0125	1	100	1.25	0.25
C	20	0.05	1	40	2.00	1.00
			3		4.75	

حيث P0 : السعر في سنة الأساس و P1 السعر في سنة المقارنة و f هو المعامل

W0 وزن السهم في سنة الأساس على أساس الترجيح المتساوي.

W1 وزن السهم في سنة المقارنة

$$\text{معدل العائد} = \frac{3-4.75}{3} = \frac{1+0.25+0.5}{3} = 0.583=58.3\%$$

ما يعاب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة.

<sup>1</sup> محمد نضال الشعار، " الأسواق المالية وأدواتها"، حلب-سوريا، 2006، ص:157.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:311-312

ب. **طريقة الوزن بحسب السعر:** ويقصد هنا وزن السهم بالنسبة إلى إجمالي المحفظة أي سعر السهم السوقى بالنسبة لمجموع أسعار أسهم المؤشر، و يكون مجموع أسعار أسهم المؤشر في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر.

من ابرز الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أن تمثيل المؤسسة في العينة بسهم واحد من خلال سعره لا يعكس القيمة السوقية الحقيقية، فإذا افترضنا وجود مؤسستين قيمتهما السوقية متساوية ب 1000 و.ن ويكون عدد أسهم الاولى هو 10 أسهم بينما الثانية 100 سهم فسيكون إذا سعر سهم الاولى 100 بينما الثانية هو 10 و.ن، فبحسب هذه الطريقة فان الاولى أكبر وزنا من الثانية رغم ان قيمتهما الاقتصادية بموجب القيمة السوقية متساوية . كما ان قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

ج. **طريقة الوزن بحسب القيمة:** في هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

ويتضح من خلال التحليل السابق أنه :

- اختلاف قيمة وعائد المؤشر باختلاف الطريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر .
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على أسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

**3. مرحلة حساب المؤشر:** وهي المرحلة الاخيرة التي يتم فيها حساب المؤشر واعتماد طريقة للحساب اما على شكل زمني متقطع أو على شكل آني مستمر.

هنا تجدر الاشارة إلى ان معدل الداوجونز يعتمد على طريقة الازان المتساوية إضافة إلى صيغة معينة يتم استخدامها في حالة الانقسامات الكبيرة المؤثرة اما مؤشر الs&p500 فيعتمد طريقة الوزن حسب القيمة مع اعتبار السنوات 1941 و1943 كأساس.

الفرع الثاني: بعض المؤشرات في سوق الأوراق المالية : من أهم المؤشرات التي يمكن التطرق إليها نذكر:

1. مؤشر داوجونز الصناعي : **Dow Jones Industrial Average DJIA** هو أشهر المؤشرات الدولية وأقدمها حيث بدأ العمل به سنة 1896 ، وهو ساري العمل به إلى غاية الآن، يتكون هذا المؤشر من 30 سهم ممثل لأكبر 30 شركة من حيث القيمة السوقية في الولايات المتحدة الأمريكية، علما ان عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائيا.

إن حساب مؤشر الداوجونز جد بسيط فهو لا يقوم بعملية الترجيح، بل يعتمد على تساوي وزن كل سهم حسب سعره بحيث تكون قيمة المؤشر بالنسبة للسهم A و B هي متوسط سعر السهمين.

بالاعتماد على نفس الطريقة تم إنشاء مؤشر داوجونز للنقل الذي يعبر أسهم الشركات التابعة لقطاع النقل، مؤشر داوجونز الطاقوي (DJUA) dow jones utility average الممثل لقطاع الطاقة<sup>1</sup>، إضافة إلى مؤشرات داو جونز الاسلامية.....الخ.

2. مؤشر ستاندر اند بورز : **Standard&Poor's 500 index** يعتبر هذا المؤشر (S&P500) أكثر تطورا من مؤشر داو جونز الصناعي وذلك من ناحيتين:<sup>2</sup>

اولا: أنه أكثر شمولا حيث يضم أسهم 500 شركة تعمل في مختلف المجالات.

ثانيا: يعتمد في حسابه على القيمة السوقية حيث أن<sup>3</sup>

$$S\&P500 = \frac{\sum N_i P_i}{O.V} \times 10$$

\*  $N_i P_i$  = جداء السعر الحالي في عدد الأسهم بالنسبة للسهم ( i القيمة السوقية الحالية)

\*  $V.O$  = القيمة الاصلية في سنة الأساس سنة (1941-1943) .

\* اما الرقم 10 فهو حجم المؤشر في فترة الأساس.

<sup>1</sup>Les indices boursiers ,partie3;

[http://www.abcbourse.com/apprendre/1\\_les\\_indices\\_boursiers3.html](http://www.abcbourse.com/apprendre/1_les_indices_boursiers3.html);24/03/2013

<sup>2</sup> نضال الشعار، مرجع سبق ذكره، ص:160.

<sup>3</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص:170.

\*كما يصدر عن هذا المؤشر مؤشر ستاندر اندبورز للأسهم الصناعية 400 (400 سهم) ومؤشر الشركات العاملة في مجال النقل (20 سهم)، ومؤشر أسهم شركات المرافق العامة (40 سهم)، ومؤشر أسهم شركات الخدمات المالية (40 سهم) .

3. **مؤشر FTSE100 (Financial Times Stock Exchange100)** هو مؤشر تصدره جريدة Financial times لأكثر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن.

إن هذا المؤشر من المؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية أي يتم حسابه بنفس طريقة حساب مؤشر S&P500 مع أخذ حجم المؤشر 1000 بدل 10 لسنة الأساس. 1983

#### 4. المؤشرات اليابانية<sup>1</sup>:

- مؤشر **Nikkei225** يعتبر أهم مؤشرات سوق الأسهم اليابانية بدأ العمل به في سبتمبر 1950 ، عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 225 شركة مدرجة في بورصة طوكيو ما يدل عليه اسمه، ويتم حسابه بإتباع أسلوب مؤشر داو جونز بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.
- مؤشر **توبيكس Topix** الياباني : وقد تم إنشاؤه بتاريخ 1968/01/04 وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

5. **مؤشر كاك40 (CAC40) الفرنسي** :تقوم بورصة باريس بحساب هذا المؤشر على أساس أنه مؤشر مرجح بأسعار أحسن 40 سهما حرا لمؤسسات متداولة في السوق.<sup>2</sup>

6. **مؤشر داكس30 (DAX30) الألماني** : هو مؤشر الماني يتكون من 30 سهما يمثلون 30 شركة يتم تداول اسهمها في بورصة فرانكفورت frankfurt stock exchange ، بدأ استعمال المؤشر سنة

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 83

<sup>2</sup> زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

1987 اين كان عدد المؤسسات الممثلة للمؤشر هي 1000 قبل ان تقلص إلى 30 مؤسسة. وهو مؤشر مرجح بالعوائد والأسعار أي الأرباح الموزعة والأسعار<sup>1</sup>.

نشير الى أننا ذكرنا اشهر المؤشرات المتداولة في السوق وليس كلها، فهناك عدد كبير من المؤشرات في كل البورصات العالمية كما يمكن ان نجد ان كل مؤشر قد يتفرع إلى مؤشرات فرعية عديدة

### المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

من خلال هذه الفقرة سنحاول التطرق إلى ما يسمى بمفهوم كفاءة السوق وهي الفكرة المتعلقة أساسا بالمعلومات الواردة إلى السوق وسلوك سعر الورقة المالية الذي يترتب من خلالها.

### الفرع الأول: ماهية ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

1. تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية : هناك عدة تعاريف لكفاءة سوق الأوراق المالية نحاول ذكر البعض منها:

**تعريف 01 :** السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يكون فيه تحديد السعر السوقي للورقة المالية دون ان يكون هناك انحراف عن قيمتها الحقيقية<sup>2</sup> ؛

**تعريف 02:** كما يعرف منير ابراهيم هندي السوق الكفاء على انه " ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها. سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو معلومات تبثها وسائل الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الايام والاسابيع والسنوات الماضية، أو في التحليلات أو تقارير آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم. وبالتالي ففي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك من مخاطر، أو بعبارة اخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصوصة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه<sup>3</sup> ؛

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص:180

<sup>2</sup> Prasanna Chandra ، " **Financial Management: theory and practice**"; Mc Graw-hill; New-delhi; india 2008;p:422.

<sup>3</sup> منير إبراهيم الهندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف الإسكندرية، 1999، ص ص: 489-490

**تعريف 03:** اما الدكتور مُجد أحمد عبد النبي فيعرف السوق الكفاء بأنه " السوق الذي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، والسوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية"<sup>1</sup>؛

و منه يمكن أن نقول أن السوق الكفاء " هو السوق الذي لا نجد فيه فوارق بين السعر الحقيقي العادل للورقة المالية والسعر السائد في السوق، فتكون كل المعلومات المتوفرة في السوق عن المنشأة تعبر تعبيراً حقيقياً عن سعر الورقة، وطالما أن السعر السوقي يعكس القيمة الحقيقية والمعلومة متوفرة للجميع بصورة عادلة فإن المستثمرين لا يمكنهم تحقيق أي أرباح غير عادية وتكون جميع الأرباح التي يتم تحقيقها هي أرباح عادية".

2. **متطلبات كفاءة السوق:** ان وجود سوق أوراق مالية كفئة يتطلب ضرورة توفر العديد من المقومات، وحتى تقوم سوق الأوراق المالية بوظيفتها المتمثلة في تخصيص المدخرات وتوجيهها نحو أفضل الاستثمارات، وتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ينبغي توفر عنصرين أساسيين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. **أولاً: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** يقصد بكفاءة التسعير السرعة في وصول المعلومات الجديدة إلى المستثمرين وجميع المتعاملين في السوق وفي وقت واحد دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، الأمر الذي يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة عن تلك الأسهم، حيث نجد أن جميع المتعاملين لديهم الفرصة لتحقيق الأرباح، وهذا يجعل من الصعب على احدهم تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادلة على حساب الآخرين.<sup>2</sup>

**ثانياً: كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية ) :** يقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على أداء وظائفها التشغيلية في إحداث وتحقيق التوازن بين العرض والطلب بأقل تكلفة ممكنة ( تكاليف السمسرة )، أي دون أن يتكبد المتعاملون في السوق تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح، كما أن السوق يكون مفتوحاً أمام جميع المستثمرين ويكون هناك حرية في الدخول إلى السوق والخروج منها، أي أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مُجد احمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص:41

<sup>2</sup> منير ابراهيم الهندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الاسكندرية-مصر، 1996، ص49

<sup>3</sup> مُجد عبده مصطفى، " تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الاسكندرية -مصر، 1998، ص:34

**الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق :** تعتمد عملية التنبؤ بظاهرة ما على ثلاثة انواع من المعلومات التي يمكن الحصول عليها وهذه المعلومات هي:<sup>1</sup>

✓ **معلومات تاريخية :** تخص معلومات عن أسعار الأسهم وحجم التعاملات عن فترة زمنية سابقة وهي متاحة لجميع المتعاملين في السوق.

✓ **معلومات عامة :** هي كافة المعلومات الحالية المتاحة للجمهور مثل المتعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة أو المنشأة وغيرها.

✓ **معلومات خاصة :** هي معلومات تستأثر بها فئة معينة من المتعاملين في السوق ( كبار المستثمرين - مديريين - أعضاء مجلس الادارة ) وتمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية تفوق ما يحققه اقرانهم المستثمرين.

وفقا للمعلومات سالفة الذكر يمكن اعتبار ان كفاءة بورصة الأوراق المالية تتدرج وفقا لتدرج المعلومات الواردة للبورصة كما يلي<sup>2</sup> : فرضية الصيغة الضعيفة، فرضية الصيغة المتوسطة أو نصف القوية وفرضية الصيغة القوية.

**1. فرضية الصيغة الضعيفة :** تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس جميع المعلومات المرتبطة بتطور أسعارها في الماضي ( البيانات التاريخية ) ويفترض ان هذه المعلومات التاريخية متاحة للجميع ولا تتضمن اية معلومات تساعد على تحقيق أرباح غير عادية، أي ليس بوسع المستثمرين تحقيق عوائد اعلى من التي يمكن الحصول عليها عن طريق اساليب الاستثمار البسيطة، وهذا السوق ذو المستوى الضعيف الكفاءة هو سوق سلبي لا يسعى للحصول على معلومات والقيام بتحليلها، ولكن يكفي بما يقدم له وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية في السوق بالاعتماد على الأسعار الماضية فقط تعتبر محاولة عديمة الجدوى.<sup>3</sup>

**2. فرضية الصيغة المتوسطة أو نصف القوية :** تفترض الصيغة النصف قوية لكفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسعار، بل تعكس ايضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور(المعلومات العامة)، سواء كانت معلومات متعلقة بالاقتصاد ككل أو بقطاع معين من القطاعات الاقتصادية أو بالشركة نفسها المصدرة للأوراق المالية، و عند ورود معلومات جديدة فان الأسعار تستجيب لتلك

<sup>1</sup> المعهد العربي للتخطيط، "كفاءة سوق الأوراق المالية"، التدريب عن بعد، الكويت، 2013/04/04، [www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)

<sup>2</sup> Robert.A.Haugen، "Modern investments Theory"، prentice Hall; N.J; 5ed 2001; p:605.

<sup>3</sup> عبد الله سالم، "الخصخصة وتقييم الاصول والاسهم في البورصة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة-مصر، 1996، ص:157

المعلومات، وكلما كانت استجابة السوق سريعة كلما كانت السوق أكثر كفاءة، و لن يتمكن المستثمر من تحقيق أي عوائد غير عادية نتيجة معرفته بهذه المعلومات وقيامه بتحليلها.<sup>1</sup>

3. **فرضية الصيغة القوية** : وفقا لهذه الصيغة أو الفرضية فإن أسعار الاصول المالية ( الأوراق المالية) تعكس جميع المعلومات التاريخية والعامية، و هي تلك المعلومات المتاحة لكل المتعاملين في السوق، و المعلومات الخاصة وهي تلك المعلومات التي يستأثر بها فئة معينة من المتعاملين في السوق وتمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية تفوق ما يحققها اقرانهم المستثمرين، و يقصد بهذه الفئة: المتعاملين في السوق من كبار المستثمرين أو المديرين أو أعضاء مجلس الادارة أو ما يطلق عليهم العالمين ببواطن الامور **Insiders**.<sup>2</sup>

مما سبق يتضح بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو درجة نصف قوي أو درجة قوي فهي جميعها اسواق كفؤة إلا ان درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها.

---

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات : مدخل الهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص:127-128

<sup>2</sup> حمد واثق ابو عمر، "النظرية المعاصرة لحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003، ص:30.

## خلاصة الفصل الأول

مما سبق يتضح لدينا ان السوق المالية في أي اقتصاد ينقسم الى سوقين أساسيين: أولهما وهو السوق النقدي بمؤسساته الأساسية من بنوك مركزية و بنوك تجارية وثانيهما وهو سوق رأس المال الذي اصبح يملك مكانا مهما خاصة في الاقتصاديات العالمية ولعل من أبرز المؤسسات المالية أو الأجهزة المستعملة لتنشيط هذه السوق هي بورصة الأوراق المالية التي يتم من خلالها إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية.

لقد اصبح التعامل في البورصة يمثل أهم نوع من الاستثمارات التي يحاول العديد من الافراد والمؤسسات تحقيق أكبر ربح ممكن من خلال شراء السلع أو الأدوات المتداولة بها وإعادة بيعها أو الاحتفاظ بها والاستفادة من عوائدها، كما أنها اصبحت تمثل الملجأ المفضل للمؤسسات الراغبة في البحث عن التمويل اللازم لتوسيع وتحريك أنشطتها الاستثمارية إما بفتح رأس مالها وطرح أسهم للتداول، أو طرح سندات مقابل فوائد معينة.

من خلال هذا الفصل يتبين لنا أن معظم الأدوات المتداولة في النظام المالي الوضعي تقوم على معدل الفائدة أو ما يسمى شرعا بالفوائد الربوية التي فرضت نفسها في التعاملات الاقتصادية وبمختلف الاقتصاديات عبر العالم سواء تعلق الأمر بدول غير اسلامية أو حتى دول اسلامية

## الفصل الثاني:

التعاملات المالية غير الأخلاقية  
و تأثيرها في وقوع الأزمات المالية

## تمهيد

لكل حدث أو أزمة سبب أو مسببات، ولقد تعود العالم على الحدوث الدوري لعدة أزمات سواء كانت سياسية، اقتصادية أو أمنية ...، فما إن يتم تجاوز أزمة معينة إلا وبعاد الوقوع في أزمة موائية بطريقة أو بأخرى، وبما أن بحثنا يتعلق بالجانب المالي فإننا سنحاول التطرق للأزمات المالية ونخص بالذكر أزمة الرهن العقاري التي عرفها العالم سنة 2008.

من خلال ما تناولناه في الفصل الأول يبدو وكأن النظام المالي السائد هو نظام مثالي يهدف إلى دفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال تنظيم حركة الأموال من أولئك الذين يحوزون فوائض مالية إلى أولئك الذين هم في حاجة إلى هذه الأموال باستعمال عدة وسائل من أهمها المنظومة المصرفية واستغلال الودائع البنكية بتوفيرها لمن هم بحاجة إليها، او عن طريق سوق الأوراق المالية التي اضحت تحوز على مكان هام في هذا النظام باستخدام عدة أدوات من أهمها الأسهم، السندات وعقود المشتقات.

و يدور الحديث كثيرا عن أسباب الأزمة المالية التي يعرفها العالم ومن أهم الأسباب المتداولة هي جشع المستثمرين ولجوئهم إلى مختلف الوسائل حتى وان كانت تقوم على الحيل والخداع والغش التي تحقق الأهم ألا وهو تحقيق الربح وفقط، وهناك من يعتبر أن السبب المتكرر للأزمة انما يعود إلى خلل في الأدوات الاقتصادية المعتمدة في هذا النظام وإلا ما كانت لتتكرر هذه الأزمات.

## المبحث الأول:الأزمة المالية: أصنافها ومسبباتها

سنعمل من خلال هذا المبحث على توضيح المفاهيم المتعلقة بالأزمات عموما و بالأزمة المالية خصوصا، كما ستكون أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 نموذجا للدراسة اين يتم تقديم وصفا تاريخيا للأزمة و التطرق لأهم مسبباتها.

### المطلب الاول:الأزمات، مراحلها وانواعها

مصطلح الأزمة يتداول في مجالات متعددة فنسمع السياسي يقول أن البلد يمر بأزمة سياسية، والأمني يقول أن هناك أزمة أمنية ورجل الدين يقول هناك أزمة اخلاق والاقتصادي يقول أن هناك أزمة اقتصادية أو مالية في مجال معين، فنحن إذا أمام مصطلح متعدد الاستعمالات حسب نوع الأزمة الحاصلة، لكن قبل الخوض في أنواع الأزمات لا بد من التعرف على معنى هذا المصطلح

#### الفرع الأول :تعريف الأزمة : يمكن تعريف الأزمة من جانبين، جانب لغوي وجانب اصطلاحي

1. تعريف الأزمة لغةً :ورد في المعجم الوجيز تعريفا لازمة : "الأزمة هي الضيقُ والشدة ويقال أزمة سياسية وأزمة مالية، وهي الفحطُ والحِمية، وفي علم الطب هي تغير فجائي يحدث في مرض حاد كالتهاب الرئة، وأزمت السنة أي اشتد قحطها، وأزَمَ على الشيء أزما أي عضَّ بالفم عضًّا شديدا" <sup>1</sup>.

أما اللغة الصينية فقد برعت إلى حد كبير في صياغة مصطلح الأزمة... إذ ينطقونه **وي-جيت** وهي عبارة عن كلمتين الأول تدل على الخطر والأخرى تدل على الفرصة التي يمكن استغلالها، وتكمن البراعة هنا في تصور امكانية تحويل الأزمة وما تحمله من مخاطر إلى فرصة لإطلاق القدرات الابداعية التي تستثمر الأزمة كفرصة لإعادة صياغة الظروف وإيجاد الحلول السديدة. <sup>2</sup>

2. تعريف الأزمة اصطلاحا :أما مصطلح الأزمة فهو " حالة توتر ونقطة تحول تتطلب قرارا ينتج عنه مواقف جديدة سلبية كانت أو إيجابية تؤثر على مختلف الكيانات ذات العلاقة". <sup>3</sup>

يعرف قاموس رندوم (random) الأزمة بأنها "مرحلة انتقالية تتسم بعدم التوازن أو الاستقرار وتعتبر نقطة تحول تحدد من خلالها أحداث مستقبلية قد تؤدي إلى تغيير كبير" <sup>4</sup>

<sup>1</sup> "المعجم الوجيز"، طبعة خاصة بوزارة التربية والتعليم، جمهورية مصر العربية، 1991، ص:15

<sup>2</sup> الشعلان، فهد أحمد، "إدارة الأزمات: الأسس - المراحل - الآليات"، مطابع أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، ط2، 2002، ص:17.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص:26

<sup>4</sup> Random House Dictionary Of English Language ، Random House. New York، 1969 ، P:491

## الفصل الثاني: .....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

كما يعرفها فالبس بأنها "حالة طارئة أو حادث مفاجئ يؤدي إلى الإخلال بالنظام المتبع في المنظمة، مما يضعف المركز التنافسي لها ويتطلب منها تحركاً سريعاً واهتماماً فورياً، وبذلك يمكن تصنيف أي حدث بأنه أزمة اعتماداً على درجة الخلل الذي يتركه هذا الحدث في سير العمل الاعتيادي للمنظمة"<sup>1</sup>؛

أما رضا رضوان فيعرف الأزمة بأنها: "فترة حرجة أو حالة غير مستقرة تنتظر تتدخلاً أو تغييراً فورياً"<sup>2</sup>.

كما أن الأزمة تعني: "نقطة تحول، أو موقف مفاجئ يؤدي إلى أوضاع غير مستقرة، وتحدث نتائج غير مرغوب فيها في وقت قصير، ويستلزم اتخاذ قرار محدد للمواجهة في وقت تكون فيه الأطراف المعنية غير مستعدة، أو غير قادرة على المواجهة"<sup>3</sup>.

ويعرفها بيبر (Bieber) بأنها: "نقطة تحول في أوضاع غير مستقرة يمكن أن تقودنا إلى نتائج غير مرغوب فيها إذا كانت الأطراف المعنية غير مستعدة أو غير قادرة على احتوائها أو درء مخاطرها"<sup>4</sup>.

فالأزمة إذا "هي حالة عدم استقرار غير متوقعة في عمل المنظومة، ناتجة عن تراكم أخطاء في مبادئ وآليات عمل النظام أو إشكالات لم تحل في الوقت المناسب"

### الفرع الثاني: مراحل الازمات .

الأزمات كغيرها من الأحداث التي قد تحدث في مختلف المجالات الاقتصادية السياسية الاجتماعية... الخ لا تأتي من العدم بل لها أسباب تؤدي إلى حدوثها، بمعنى أن حدوثها سيأتي تباعاً وعلى مراحل من بدايتها إلى نهايتها، يمكن تحديد تطور الأزمة في خمسة مراحل<sup>5</sup>:

1. **مرحلة ميلاد الأزمة:** في هذه المرحلة تبدأ الأزمة في الظهور لأول مرة في شكل مبهم وإحساس غامض بوجود ما يلوح في الأفق - هذا الإحساس ينذر بخطر غير محدد المعالم أو المدى الذي سيصل إليه

<sup>1</sup> Norman Phelps، "Setting Up A Crisis Recovery Plan"، Journal Of Business Strategy، Vol.6. No.4، 1986، P. 6

<sup>2</sup> رضوان، رضا عبد الحكيم، "إدارة الأزمات في مجال العمل الأمني"، مجلة الأمن والحياة، العدد 193، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 1998، ص:44

<sup>3</sup> حواش، جمال الدين محمد، "إدارة الأزمات والكوارث ضرورة حتمية"، المؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث، البحث(38)، القاهرة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998، ص:4.

<sup>4</sup> جبر، محمد صدام، "المعلومات وأهميتها في إدارة الأزمات"، المجلة العربية للمعلومات، المجلد التاسع، العدد1، تونس 1998، ص:67

<sup>5</sup> نعيم ابراهيم الظاهر، "إدارة الأزمات"، عالم الكتاب الحديث، اربد، الاردن، 2009، ص.ص:24-26

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

وذلك لاشك راجع إلى عدم توفر البيانات والمعلومات عن الأزمة واتساع نطاق المجهول الذي يسير فيه الفرد-

فإذا كان متخذ القرار لديه الخبرة والقدرة على استيعاب هذه المرحلة من مراحل الأزمة استطاع القضاء عليها في مهدها وإلا تقدمت الأزمة إلى المرحلة الموالية

و يمكن القضاء على الأزمة في مولدها بتجميدها والقضاء عليها دون تحقيق خسارة أو صدام بين أطراف مختلفة وكذلك بإيجاد محور اهتمام جديد يغطي على الاهتمام بالأزمة ويجوؤها إلى شيء ثانوي لا قيمة له، كما يمكن القضاء عليها بامتصاص قوة الدفع المحركة لها وتشتيت جهودها.

2. **مرحلة نمو واتساع الأزمة :** إذا لم يستطع متخذ القرار أن يقضي على الأزمة في مهدها فإنها ستتمو وتتسع، حيث تتم تغذيتها عن طريق:

✓ مغذ داخلي للأزمة تستمد منه قوتها منذ نشأتها (و لم يتم القضاء عليه)

✓ مغذ خارجي تفاعل معها وبها ليضيف إلى الأزمة قوة دفع جديدة وقدرة على النمو والاتساع.

في هذه المرحلة لا يمكن إنكار أو تجاهل الأزمة نظرا لدخول اطراف جديدة في صراع الأزمة لأن الخطر طال هذه الأطراف ووصل اليها وبالتالي لزم التنبيه بالأزمة ووجودها وتبدأ المطالبة بالتدخل قبل أن تستفحل وتصل إلى المرحلة التالية.

يمكن القضاء على الأزمة في هذه المرحلة أو تجميدها عن طريق عزل المغذيات الخارجية التي تدعم الأزمة.

3. **مرحلة قمة النضج :** الوصول إلى هذه المرحلة نادر جدا في حياة الأزمات ولكن طالما كان هناك استخفاف واستبداد وجهل وكبر تصل الأزمة إلى مرحلة النضج، حيث تصبح ذات قوة تدميرية عالية وتصل إلى أقصى قوتها فيصعب السيطرة عليها بعد ذلك ولا مفر من الصدام معها وتبدأ سلسلة من نزيف الخسارة المتتالية حتى تنحسر الأزمة وتنتهي.

لكن هناك أمل بسيط بتحويل اتجاه الأزمة نحو كبش فداء يتحمل التبعات السابقة وتحمله الأزمة إلى نهايتها.

4. **مرحلة انحسار وتقلص الأزمة :** وصلت الأزمة إلى مرحلة ليست نهائية حيث نضجت واتسعت بعد الإعصار الهائج في كل مكان في المرحلة السابقة واصطدمت بالعديد من الصخور فحدث لها نوع من التفتيت والإنكسار فبدأت تتقلص وتنحسر، لكنها لم تنته بعد، حيث مازالت كالأموج الضعيفة ممكن أن تعلق حدثها في أي زمان طالما كانت هناك مصادر تغذيتها وتستمد قوتها إذا لم تحقق ما كانت تصبو إليه؛ ولن تنتهي هذه الامواج ولن تستقر إلى إذا انتهت الأزمة ودخلت مرحلتها التالية والاحيرة فإذا ظلت على حالة

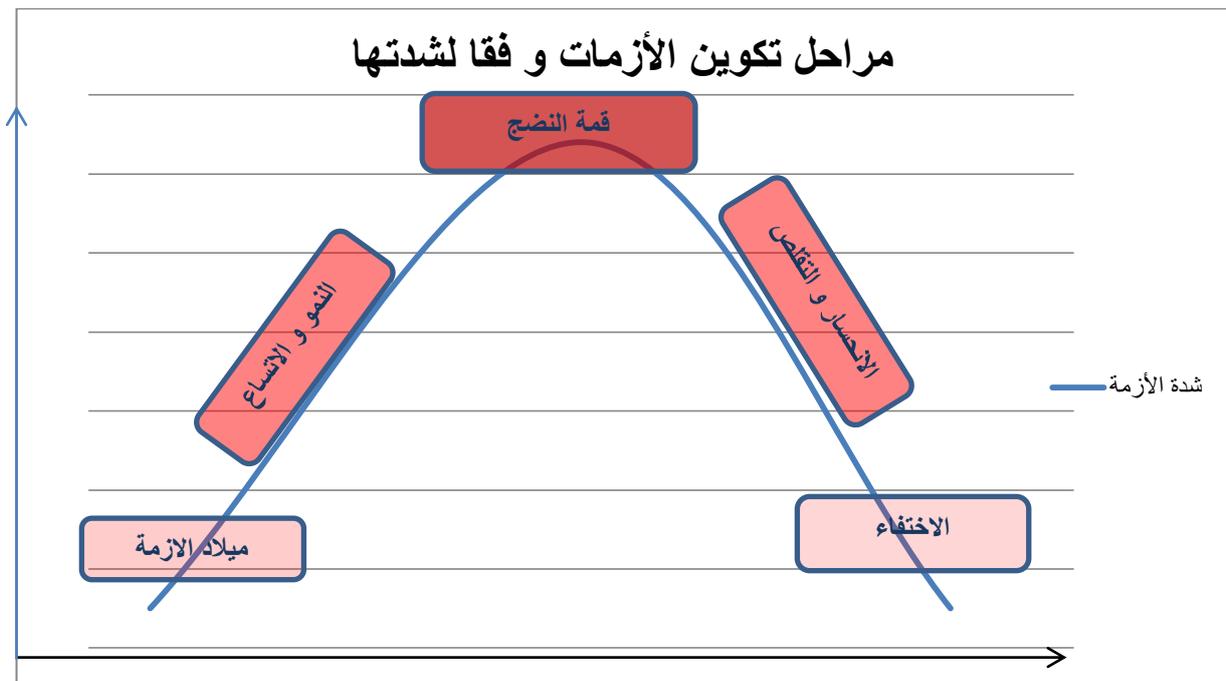
## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

عدم الاستقرار تلك ظلت توجه المزيد من الضربات للكيان الموجود. قد لا تكون ضربات عنيفة كالسابق ولكن تعطي حالة من عدم الإستقرار ولن تنتهي إلا إذا اختفى هذا الكيان فهو لن يقوى على الصمود أمام هذه التوابع المتلاحقة.

5. مرحلة اختفاء الأزمة: في هذه المرحلة من دورة حياة الأزمة تفقد كل مظاهر قوى الدفع المولدة لها وتبدأ في التلاشي وينتهي الاهتمام بها ويختفي الحديث عنها إلى تاريخ سبق أن حدث ولكن انحسر وانتهى.

كما سبق يمكن تلخيص مراحل الأزمة في الشكل الموالي:

الشكل (01): مراحل الأزمات وفقا لشدها



المصدر . انطلاقا من مراحل الأزمات المذكورة أعلاه

**الفرع الثالث :تصنيف الأزمات :** يمكن تصنيف الأزمات على حسب عدة اعتبارات :

1. **حسب النطاق الجغرافي:** يمكن إيجاد أزمات محلية تبدأ من الدولة ثم تنتشر إلى دول أخرى كأزمة جنوب شرق آسيا، أو أزمات عالمية تبدأ من دول أخرى لتصل إلينا، ومن ثم هناك أزمات داخلية تبدأ وتنتهي داخل الاقليم.
2. **حسب المستوى:** الحديث هنا عن المستوى الكلي أو الجزئي لنظام معين فإذا تكلمنا عن أزمة اقتصادية فقد تمس قطاع اقتصادي معين فنحن نتكلم عن أزمة جزئية أما إذا كانت تمس النظام الاقتصادي ككل فنحن نتكلم عن أزمة كلية أو شاملة للنظام الاقتصادي.
3. **حسب العمق:** أي شدة وقوة الأزمة فقد تكون الأزمة سطحية يمكن معالجتها بسهولة نوعا ما فهي تمس جانبا ظاهرا، أما إذا كانت الأزمة عميقة فهي تمس مختلف عناصر النظام المتشابكة فيما بينها وهنا تكون الصعوبة أكثر لمعالجتها.
4. **حسب التكرار:** أي دورية الأزمة، فقد تتكرر الأزمة بنفس المواصفات تقريبا التي ظهرت بها من قبل وهنا تكون عند متخذ القرار فكرة عن كيفية معالجتها فهي تحدث في دورات اقتصادية قد يسهل التنبؤ بها، وهناك أزمات غير متكررة تظهر فجأة ويصعب التنبؤ بها مثل انهيار الأسواق الأمريكية بسبب أحداث 11 سبتمبر 2001.
5. **حسب المضمون:** تختلف الأزمة حسب المجال الذي تحدث فيها فقد تكون أزمة سياسية أو اجتماعية أو أمنية أو أزمة اقتصادية التي بدورها قد تنقسم إلى أزمة مالية صناعية فلاحية... الخ.

**المطلب الثاني:الأزمات المالية، خصائصها وانواعها**

الأزمة المالية هي نوع من الأزمات التي قد يعرفها العالم و لها خصائص معينة يمكن أن نوضحها على النحو التالي:

**الفرع الأول :تعريف الأزمة المالية**

لقد عرف الاقتصاد العالمي عدة أزمات مالية ارتبطت بالظروف السائدة خلال تلك المرحلة منها أزمة الكساد الكبير خلال الفترة(1929-1933) المرتبطة بالفكر الكلاسيكي آنذاك، كما تعرضت بورصة نيويورك سنة 1987 إلى الإهيار بخسارة قدرها 500 مليار دولار، ثم المكسيك سنة 1994 وغيرها من البورصات إلى غاية الأزمة التي بدأت معالمها منذ فبراير 2007 إلى سبتمبر 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية .

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

إذن ونحن نتكلم عن الأزمات المالية العالمية لا بد وان نقلني نظرة عن أهم التعاريف التي اطلقت عن هذا المصطلح أي الأزمة المالية العالمية:

✓ "فيقصد بها التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلبا على التدهور الكبير في قيمة العملة، وفي أسعار الأسهم، مما ينجم عنه آثار سلبية على قطاع الإنتاج والعمالة، وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية والدولية وعادة ما تحدث الأزمة بصورة مفاجئة، نتيجة لأزمة الثقة في النظام المالي، ومسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة في الداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض"<sup>1</sup>.

✓ كما تعرف بأنها "انخيار في الأسواق المالية مصحوبا بفشل عدد كبير من المنظمات المالية وغير المالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"<sup>2</sup>.

✓ هناك من يعرفها على أنها: تتمثل في الإضطراب الذي يحدث في الأوراق المالية، ويتميز هذا الأخير بانخفاض في أسعار الأصول، وإعسار المدينين والوسطاء، وهذا الإضطراب ينتشر عن طريق تشعب النظام المالي، ويعمل على إتلاف طاقة السوق، كما يؤثر على فعالية رؤوس الأموال في الاقتصاد.<sup>3</sup>

✓ تعرف بأنها: تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية، التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي، والإنخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة، من خلال تأثيره على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات، وبشكل غير مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى، والموازنات المالية للوسطاء الماليون مثل البنوك.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الحسن عرفت تقي الدين، " التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص:200.

<sup>2</sup> السيد عبد الحافظ البدوي، " إدارة الأسواق والمؤسسات المالية: نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي للنشر، القاهرة 1999، ص:37.

<sup>3</sup> Girardin Eric;" **Finance internationale l'etat actuel de la theorie**". edition economica, paris1992; p:409

<sup>4</sup> الشراوي عبد الحكيم مصطفى، " العولمة المالية وإمكانيات التحكم \*عدوى الأزمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية 2005، ص: 32.

الفرع الثاني: خصائص الأزمة المالية

هناك مجموعة من الخصائص تشترك فيها كل الأزمات مهما اختلف شكلها، يمكن أن نلخص بعضها

فيما يأتي:<sup>1</sup>

- ✓ التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها.
- ✓ المفاجأة واستحواذها على بؤرة الاهتمام لدى المنظمات والأفراد.
- ✓ نقص المعلومات وعدم دقتها.
- ✓ ان مصدر الخطر أو الأزمة أو الكارثة يمثل نقطة تحول أساسية في أحداث متشابكة أو متصارعة .
- ✓ انها تسبب في بداياتها صدمة ودرجة عالية من التوتر، مما يضاعف امكانيات الفعل المؤثر والسريع لمواجهتها.
- ✓ ان تصاعدها المفاجئ يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمواجهة الأحداث المتسارعة، كونها تؤدي إلى ضغط نفسي عال، وفي ظل ندرة المعلومات أو نقصها .
- ✓ بما أن الأزمة تمثل تهديدا للحياة الانسان، وممتلكاته ومقومات بيئته فان معالجتها تعد واجبا مصيريا.
- ✓ ان مواجهتها يستوجب خروجاً عن الأنماط التنظيمية المألوفة، واحتكار النظم أو نشاطات تمكن من استيعاب ومواجهة الظروف الجديدة المترتبة عن التغيرات المفاجئة.
- ✓ ان مواجهة الأزمات تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والامكانيات وحسن توظيفها في اطار مناخ تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الاطراف ذات العلاقة.
- ✓ تشكل تهديدا للمبادئ الأساسية التي يقوم عليها النظام، وتؤدي إلى حالة من القلق والتوتر، الأمر الذي يضاعف من صعوبة اتخاذ القرار ويجعل من أي قرار ينطوي على قدر من المخاطرة.

<sup>1</sup> أوكيل نسيم، " دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الأزمات المالية"، مجلة جديد الاقتصاد، العدد 1، جوان 2007، ص:02

### الفرع الثالث: اصناف الأزمة المالية

يمكن تصنيف الأزمات المالية إلى اربعة اصناف:

#### أولا: أزمة النقد الأجنبي

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطها أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة.<sup>1</sup>

#### ثانيا: الأزمة المصرفية.

تحدث الأزمات المصرفية عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب الودائع من إحدى البنوك أو إخفاق البنوك إلى قيامها بإيقاف قابلية التزاماتها الداخلية للتحويل، أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع ذلك بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك، وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول من أزمات العملة، ولها أثر كبير على النشاط الاقتصادي، وقد كانت الأزمات نادرة نسبيا في الستينيات بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أضحت أكثر شيوعا منذ السبعينيات وتحدث بالتزامن مع أزمة العملة.<sup>2</sup>

#### ثالثا: أزمة الديون

تحدث أزمة الديون، عندما يتوقف المقرض عن السداد أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقف عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري ( خاص ) أو دين سيادي ( عام ) كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.<sup>3</sup>

#### رابعا: أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):

تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعات، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق المالية، ويصاب أصحاب الأوراق المالية بالدعر فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار، وهذا ما يجعلنا امام أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% لمدة ثلاثين متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ وسريع لأسعار الاسهم والسندات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> الأزمة المالية الآسيوية، 2014/04/15، [http://www.marefa.org/index.php/1997\\_](http://www.marefa.org/index.php/1997_)الآسيوية\_المالية\_الأزمة

<sup>2</sup> الأزمة المالية الآسيوية، مرجع سبق ذكر

<sup>3</sup> المرجع السابق .

<sup>4</sup> كمال رزق وعبد السلام عقون، " سياسة إدارة الأزمة المالية العالمية "، مكتبة المجتمع العربي، عمان، ط1 2011، ص:26.

### المطلب الثالث: أزمة الرهن العقاري 2008 نموذجاً

في سبتمبر 2008 انفجرت أزمة مالية عالمية اعتبرت الأسوأ من نوعها منذ زمن الكساد الكبير سنة 1929 م، بدأت الأزمة أولاً بالولايات المتحدة الأمريكية ثم امتدت إلى دول العالم ليضمحل الدول الأوروبية والدول الآسيوية والدول الخليجية والدول النامية التي يرتبط اقتصادها مباشرة بالاقتصاد الأمريكي، وقد وصل عدد البنوك التي انهارت في الولايات المتحدة خلال العام 2008 م إلى 19 بنكاً، كما توقع آنذاك المزيد من الانهيارات الجديدة بين البنوك الأمريكية البالغ عددها 8400 بنكاً.

#### الفرع الأول: التسلسل التاريخي للأزمة:

ظهرت المعالم الأولى لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية مع بداية العام 2007 حيث تجمعت عدة أسباب لذلك من ندرة للسيولة في الأجهزة المصرفية العالمية، ثم الانكماش في قطاع العقارات بالولايات المتحدة الأمريكية، والمخاطرة المرتفعة في الإقراض والاقتراض، وقد ظهرت الأزمة بصورتها المخيفة عندما انفجرت فقاعة سوق العقارات وأخذت التسلسل التالي<sup>1</sup>:

\* فيفري 2007: الولايات المتحدة تشهد ارتفاعاً كبيراً في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، ما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.

\* جوان 2007: مصرف الاستثمار الأمريكي ستيرنس بير Stearns Bear، هو أول بنك كبير يعاني من خسائر قروض الرهن العقاري.

\* أوت 2007: شهدت البورصات تدهوراً شديداً أمام مخاطر اتساع الأزمة وتدخلت المصارف المركزية لدعم سوق السيولة، فقرر البنك المركزي الأوروبي منح قروض جديدة للنظام البنكي بمبلغ 130 مليار دولار أمريكي، وبالمقابل قام الاحتياطي الأمريكي بنفس الخطوة وبمبلغ 24 مليار دولار تلاها بنك اليابان بمبلغ 8.4 مليار دولار. كما تدخلت العديد من البنوك الأخرى مثل بنك اليابان والبنك الوطني السويسري.

\* سبتمبر 2007: أنقذ البنك المركزي نورثرن روك من الانهيار حيث كان يواجه انقراضاً بنكياً تمثل في إسراع مودعيه جماعياً لسحب ودائعهم منه في 14 سبتمبر 2007، وهي الظاهرة الأولى من نوعها في بلد شمالي منذ حوالي قرن، قبل أن تقوم الحكومة بتأميمه في فيفري 2008.

\* أكتوبر 2007: مصرف يو بي إس السويسري يعلن عن انخفاض قيمة موجوداته بـ 4 مليار فرنك.

<sup>1</sup> لمياء بوعروج، "الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية وأسباب الحدوث، والتدابير على الاقتصاد العالمي والاقتصاد العربي"، الملتقى الدولي حول أزمة

النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الامير عبد القادر، 05-06 ماي 2009، ص: 09

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

تجاوزت هذه التدخلات في مجموعها 350 مليار دولار خلال خمسة أيام فقط، وهدفت لتفادي حدوث نقص في السيولة ووقف انهيار أسعار البورصات التي برزت بعد توقيف نشاط العديد من صناديق المضاربة بالبنك الوطني لباريس BNP- Paribas الذي قام بتوظيفات في العقار.

\*جانفي 2008 :يوم ذعر جديد للمالية الدولية، بعد اكتشاف الاحتيال الذي ذهب ضحيته بنك Société générale الفرنسي لتنهيار البورصات .

-7.2 % فرانكفورت، -6.6% ساو باولو، -6.3% بباريس،

-5.5% لندن، -5.4% مكسيكو -5.1% شانغهاي، -3.9% بطوكيو،

\*جانفي 2008 : الخزينة الفدرالية الأمريكية تخفض نسبة الفائدة الرئيسية بثلاثة أرباع النقطة، لتصل إلى 3.5% وهو إجراء وصفه الخبراء بأنه ذو بعد استثنائي.

\*مارس 2008 : الخزينة الفدرالية الأمريكية تقول إنها مستعدة لتقديم مبلغ يصل إلى 200 مليار دولار إلى مجموعة محدودة من البنوك الكبرى.

\*مارس 2008 :العلاق المصرفي الأمريكي تشايز جيبي مورجان Chase JP Morgan يعلن شراءه لمصرف Bear Stearns، الذي يعاني من صعوبات، وهي العملية التي حظيت بدعم مالي من طرف الخزينة الفدرالية الأمريكية.

\*أفريل 2008 :نسبة الفائدة تواصل انخفاضها التدريجي إلى 2% منذ جانفي 2008.

\*جويلية 2008 : الضغط يشتد على مؤسستي Fannie Mae و Freddie Mac الأمريكيتين المتخصصةتين في إعادة تمويل القروض العقارية، والخزينة الأمريكية تعلن عن خطة لإنقاذ القطاع العقاري وهاتين الأخيرتين تمولان نصف القروض العقارية في السوق الأمريكية.

\*سبتمبر 2008 :بنك عالمي هو ليمان بروذر Lehman Brothers أعلن إفلاسه وهو البنك العالمي ذي المرتبة الرابعة بين أكبر بنوك الاستثمار ويعتبر أيضاً من أكبر ممولي العقار.

الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

**الفرع الثاني : الأسباب المباشرة للأزمة :** إن أزمة 2008 وكغيرها من الأزمات السابقة لم تأت من العدم بل كان لها عدة أسباب، قسمها بعض الاقتصاديين إلى أسباب مباشرة واخرى غير مباشرة، فاما المباشرة فتتمثل في:<sup>1</sup>

### 1-القروض العقارية الرديئة :

توسعت المؤسسات المالية في تقديم القروض حتى بدون ضمانات حقيقية نتيجة تنافسها على تحقيق أكبر ربح ممكن، وأوجدت من أجل ذلك وسائل متعددة في صورة قروض قصيرة الأجل، وبعد 2001 روجت المؤسسات المالية للقروض العقارية، فأقبل الناس بشكل كبير للحصول على القروض العقارية ذات معدلات فائدة متغيرة بضمان العقار، ولقد بلغت البنوك في تقديم هذه القروض حتى على حساب احتياطياتها القانونية في ظل غياب الدور الرقابي للبنك الفدرالي، وقد عجزت العائلات الأمريكية عن دفع أقساط القروض التي زادت قيمتها بسبب ارتفاع سعر الفائدة، وفي المقابل تراجعت قيمة العقارات بسبب حدوث حالة التشبع التي نتج عنها نقص في السيولة لدى البنوك، وبالتالي عجزت عن دفع أموال المودعين الذين تحافتوا على طلبها من البنوك .

**2-غياب الرقابة :** ادى غياب الرقابة على اعمال المؤسسات المالية إلى عدم تقديم المعلومات الحقيقية عن هذه المؤسسات بالإضافة إلى قيامها بتعاملات انعكست سلبا على أدائها، ومنه الأسواق المالية بصفة عامة، وقد ادى نقص أو غياب الرقابة الى:

- ضعف الشفافية :يتجلى ذلك في قيام البورصات والبنوك في التستر على خسائرها، وعدم اظهار المعلومات الصحيحة في قوائمها المالية.

- فساد الادارة العليا :وهو واقع الكثير من المؤسسات مما جعلها لا تهتم كثيرا بالقواعد المصرفية، وأصبحت تبحث عن أكبر ربح، فأفرطت في تقديم القروض للأفراد وخاصة في صيغة الرهن العقاري.

- فساد وكالات التقييم :هذه الوكالات مهمتها الأساسية تقييم الجدارة الائتمانية، وقد انتشر الفساد والرشوة في كثير من هذه الوكالات في الولايات المتحدة وبعض الدول الأوروبية، بحيث أصبح التقييم لا يعبر عن حقيقة الجدارة الائتمانية للبنوك (استثمارية وتجارية)، شركات التأمين، شركات اعادة التأمين، شركات التمويل العقاري والقطاع المالي بأكمله.

<sup>1</sup>كمال رزق وعبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص ص:149-168

### 3-استخدام أدوات مالية عالية الخطورة

إلى جانب تطوير الأدوات التقليدية -لتكون أكثر ملاءمة للتعاملات الدولية، ظهرت أدوات مالية أخرى أكثر تطوراً، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- المشتقات المالية: وهي التي كنا قد أشرنا إليها سابقاً.
- الأدوات المستندة: هي عملية تحويل الأصول المصرفية التقليدية، ولا سيما القروض والرهنات إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية .
- التعامل بالهامش: هو عبارة عن شراء الأسهم والسندات أو البضائع على أساس دفع جزء من قيمتها نقداً، وأن يقترض الجزء الآخر من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه، وهذا بهدف شراء أكبر كمية من الأوراق المالية تفوق قيمة سيولته، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة كضمان للقرض<sup>1</sup>.

العمليات المذكورة أعلاه شجعت عمليات المضاربة في الأسواق وساهمت في الاختلالات والهزات التي مست الأسواق المالية عبر العالم، وأدت إلى خسائر وأرباح عدة، لتصبح هذه الأسواق وكأنها أسواق مقامرة، فصارت 75% من العمليات التي تتم في الأسواق المشتقة الغرض منها المضاربة، مما أدى إلى تحول الأزمة من أزمة الرهن العقاري إلى أزمة مالية بعدما قامت البنوك بإصدار أوراق مالية بضمان تلك القروض.<sup>2</sup>

#### الفرع الثالث: الأسباب غير المباشرة

بالإضافة إلى الأسباب المباشرة في أزمة 2008 هناك مجموعة من الأسباب ساهمت بطريقة غير مباشرة في هذه الأزمة، نختصرها فيما يلي:

#### 1. اختلال على مستوى الاقتصاد الكلي: يتمثل أساساً في

1.1 ارتفاع حجم السيولة العالمية: مما شجع على زيادة عمليات المضاربة واتساع الهوة بين الاقتصاد الحقيقي

والمالي. فقد ارتفعت قيمة رؤوس الأموال المستخدمة في المشتقات المالية من 1000 مليار دولار سنة 1980

إلى 1406900 مليار دولار سنة 2008.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> رضوان سمير عبد الحميد، " المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1 2005، ص:239

<sup>2</sup> كمال رزق وعبد السلام عقون، مرجع سبق ذكره، ص:156

<sup>3</sup> Yvan Mayeur et autre ; "**Crise mondiale des marché financiers**"; [www.ps.be/\\_iusr](http://www.ps.be/_iusr); institut emile vandervelde; septembre 2008; p:4

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

2.1 زيادة مستويات التضخم: حيث بلغ نحو 4% وكان بسبب ارتفاع أسعار المواد الاولية وعلى رأسها

البترو، إضافة إلى ارتفاع الانفاق الامني والعسكري في الداخل والخارج نتيجة التوترات التي شهدها العالم.<sup>1</sup>

3.1 ارتفاع أسعار الفائدة: مع بداية سنة 2004 اتجهت أسعار الفائدة نحو الارتفاع وذلك بالتوازي مع زيادة

مستويات التضخم إلى ان وصلت إلى اعلى معدلاتها سنة 2007، ما أدى إلى زيادة خدمات الدين كما عرفت أسعار الفائدة بين البنوك ارتفاعا كبيرا بعد أزمة الرهن العقاري، مما أدى إلى تفاقم وضع الكثير من البنوك.<sup>2</sup>

4.1 تراجع اداء الاقتصاد الامريكي: فقد وصل معدل نمو الناتج الوطني الامريكي إلى الصفر خلال الثلاثي

الثالث من سنة 2008، كما ارتفع عيب المديونية من 5 تريليون دولار سنة 2000 إلى 10 تريليون دولار سنة 2008.<sup>3</sup>

5.1 ارتفاع أسعار المواد الأولية: ما أدى إلى ارتفاع فاتورة العائلات مما ساهم في عجزها عن تسديد اقساط

القروض العقارية وبالتالي انفجار الأزمة.

2. اختلال النظام المالي: ان تجنب الأزمات المالية يعني ان يكون هناك استقرار في النظام المالي والعكس صحيح،

أي أن اختلال النظام المالي سيؤدي إلى ظهور أزمات تختلف حدتها بحسب عمق هذا الاختلال، فكفاءة النظام المالي وتوفر الشفافية والمصدقية والاشراف والرقابة عليه هي عناصر توفر الثقة والاستقرار لهذا النظام إلا انها افتقدت خلال الأزمة من خلال:

- غياب الاشراف والرقابة على البنوك أو ضعفها في الو.م.أ رغم أنها أحد الدول الموقعة على اتفاقية بازل للرقابة المصرفية.

- التوسع في الائتمان بضمانات ميسرة ودون الاستناد إلى قدرة المدين على السداد.

- السماح بالاقتراض من أجل المضاربة في الأسواق المالية، مما شجع على زيادة الاقتراض، وكثرة المضاربة.

- النمو الكبير للمضاربة مما أدى إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية دون وجود أي مبرر اقتصادي.

\*مما سبق يبدو لنا أن أهم أسباب التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري هي اعتماد النظام الرأسمالي على الفوائد الربوية

من جهة والمضاربات الغير الشرعية وما تحتويه من ممارسات غير اخلاقية من غرر وتدليس وصوربة في العقود.

<sup>1</sup> Nout Wellink , " the role of financial imbalance in the setting of monetary policy lessons from the current crisis" ، [www.bis.org/review](http://www.bis.org/review) ;Amsterdam; june 2008; p1

<sup>2</sup> Patrick Artus et autres ، " La crise des subprimes" ; ladocumentationfrançaise; paris 2008; p:19.

<sup>3</sup> فلاح شفيق، " النشاط الربوي والازمات المالية"، [www.alnoor.se/extra](http://www.alnoor.se/extra)، لندن 2008، ص:04.

## المبحث الثاني : المضاربة في الأوراق المالية بين المرغوب والمرفوض

يجني العديد من الافراد اموالا طائلة و أحيانا خسائر فادحة في البورصة من خلال قيامهم بعمليات المضاربة بطرق مختلفة ،إلا أن المضاربة سلاح ذي حدين، قد يكون لها دور ايجابي في الاقتصاد وقد يكون لها دور سلبي حسب الاسلوب الذي طبقت به.

### المطلب الأول :ماهية المضاربة المرغوبة ودورها في الاقتصاد

#### الفرع الأول :ماهية المضاربة

عرف تعريف المضاربة اختلافاً بين الباحثين والكتاب من حيث دورها في سوق الأوراق المالية ومختلف الأسواق بشكل عام، فمنهم من يرى أن للمضاربة دور اقتصادي كبير في الحفاظ على توازن السوق وإمداده بالسيولة، والتنبؤ بالتطورات الاقتصادية، فيما يراها آخرون أنها أداة من أدوات المقامرة كونها تقوم على المخاطرة من خلال شراء الورقة المالية والمضاربة على إرتفاعها من أجل تحقيق أرباح وفي حالة انخفاض سعرها فإنه سوف يتحمل المضارب خسائر، وهناك فئة أخرى تقف موقفاً وسطاً فتري أن "المضاربة كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسد الطعام"<sup>1</sup>

فيعرف Daniel Szpiro المضارب فيكتب "المضارب هو ذلك الشخص الذي يأخذ موقعا في السوق محاولا الإستفادة من تحقق توقعاته الخاصة بتغير الأسعار"<sup>2</sup>

فحسب هذا التعريف فإن كل من يقتني سلعة في السوق سواء كانت بضائع أو أوراق مالية بنية الإستفادة من توقعاته فإنه يعتبر مضاربا، فنلاحظ ان هذا التعريف قد أهمل عامل الزمن فيما كان الهدف المنتظر هو في الأجل القصير أم البعيد، حيث أن عنصر الزمن جد هام كي نفرق بين المستثمر والمضارب.

أما في الموسوعة الاقتصادية لعمر حسين فنجد أن المضاربة قد عرفت على أنها " شراء شيء رخيص في وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت آخر "<sup>3</sup>

كما يرى الدكتور أحمد صالح البربري ان المضاربة تعتبر غير مشروعة في حالة ما إذا تدخل المضارب بأفعال من شأنها احداث ارتفاع أو انخفاض مصطنع في الأسعار، فتعتمد المضاربة في هذه الحالة على طرق احتيالية

<sup>1</sup> حازم الببلاوي، " دور سوق الاسهم في الاقتصاد الكويتي"، مؤتمر تطوير سوق الاسهم بالكويت، غرفة تجارة وصناعة الكويت، نوفمبر 1981، ص:20  
<sup>2</sup> Daniel Szpiro، " Economie Monétaire et Financière"، Boek université ، bruxelles ، Belgique 2009 ، p:368.

<sup>3</sup> عمر حسين، "الموسوعة الاقتصادية"، دار الفكر العربي، القاهرة، ط4 1992، ص: 440.

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

للتلاعب في الأسعار وإحداث تموجات شديدة في حدودها القصوى بطريقة مفتعلة بغرض الاستفادة من فروق الأسعار.<sup>1</sup>

المضاربة في الاقتصاد: "عملية بيع أو شراء، يقوم بها أشخاص خبراء بالسوق، للانتفاع من فروق الأسعار، ويقال: ضارب في الأسواق: إشتَرَ في الرخص، وترتبص حتى يرتفع السعر ليبيع، وقد يهبط فتحدث الخسارة"<sup>2</sup>.

من التعاريف أيضاً أنها: "عملية بيع وشراء صوريين، للاستفادة من فروق الأسعار"<sup>3</sup>.  
منها: "بيع أو شراء صوريين، لا بغرض الاستثمار، ولكن الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً، حيث ينخفض بشدة معدل الإرتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية من ناحية أخرى"<sup>4</sup>.

مما سبق يمكن تعريف المضاربة بشكل عام على أنها "عمليات بيع فشاء أو العكس في الزمن القصير، يسعى من خلالها المضارب للاستفادة من تحقق توقعاته المتعلقة بارتفاع أو انخفاض السعر، على أن تكون تلك التوقعات مبنية على معلومات ومعطيات وتحليل معينة".

### الفرع الثاني: الدور الاقتصادي المنتظر من المضاربة المشروعة

الحديث عن المضاربة المشروعة يقودنا للحديث عن تلك المضاربة الشفافة المبنية على دراسة وتحليل المعطيات المتوفرة للمضارب سواء كانت رسومات بيانية أو إشاعات، ولسنا بصدد الحديث عن المضاربة التي يلجأ ممارسوها إلى مجموعة من الخدع والاحتيال لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

فالمضاربة تهدف إلى تحقيق أرباح أملا في تحقق توقعاتنا، وهو نفس الهدف الذي نجده في مختلف المشاريع الاستثمارية التي تسعى لشراء أصول أملا في بيعها بسعر أعلى، ويرى الكثير من الكتاب الاقتصاديين أن المضاربة هي أساس التعامل في البورصة وبالتالي دوران العجلة الاقتصادية وسنوضح فيما يلي كيف يتم ذلك:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> صالح احمد البربري، "المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات الخامس عشر، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2007، ص:4

<sup>2</sup> صالح احمد البربري، "الممارسات غير مشروعة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة، القاهرة، ط1، 2001، ص:278.

<sup>3</sup> عبد الكريم الخطيب، "السياسة المالية في الإسلام"، دار المعرفة، بيروت، ط2، 1975 م ص:183.

<sup>4</sup> أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية 1989، ص:484.

<sup>5</sup> صالح احمد البربري، مرجع سبق ذكره، ص:12-20

1. **الموازنة بين العرض والطلب:** من بين الأدوار التي يمكن أن تتحقق من خلال عمليات المضاربة والتي يقوم بها العديد من المضاربين هو خلق التوازن بين العرض والطلب وبالتالي استقرار الأسعار، ففي حالة ما إذا انخفضت الأسعار على إحدى الأدوات المالية مثلا، يتدخل المضاربون من خلال قيامهم بالشراء، مما ينتج عنه الحد من استمرار الانخفاض بعد زيادة الطلب، نفس الشيء عند ارتفاع الأسعار، فتدخل المضاربين من خلال عمليات بيع ما يمتلكون من أوراق سيسمح بإيقاف الارتفاع الحاصل في الأسعار من خلال زيادة العرض.
2. **تنشيط حركة السوق:** للمضاربة دور كبير في رفع عمليات التداول وتشجيعها وتوفير السيولة، حيث أن المضاربين يهدفون للحصول على الربح مستغلين فرق الأسعار، فيقومون بالبيع أو الشراء عند أقل تغيير في السوق، فيتسع نطاق المعاملات ويزيد نشاط السوق وتزداد مرونتها وتتحقق لها صفة الإستمرار، الأمر الذي يؤدي إلى سهولة تحويل الصكوك إلى سيولة والعكس دون إحداث هزات عنيفة في الأسعار، وتعتبر سرعة تحول الصكوك إلى سيولة ميزة جذب لا تصلح سوق الأوراق المالية بدونها .
3. **تغطية الإكتتاب العام :** إصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركات المعروفة وذات ثقة بالنسبة للجمهور لا تجد إشكالا في تغطية الإكتتاب العام، لكن في حالة المنشآت غير المعروفة ستجد إشكالا في تغطية الإكتتاب بسبب تخوف جمهور المستثمرين وجهلهم بهذه الشركات، عندئذ يقوم المضاربون بشراء هذه الأسهم التي لم يستنفذها الإكتتاب ويحتفظون بها إلى أن يبيعوها في نهاية الأمر يبعها رابحا إلى المستثمرين عندما تتوافر ثقتهم فيها.

## المطلب الثاني: المضاربة غير المشروعة والتلاعب في سوق الأوراق المالية

ان مختلف الأزمات التي مرت بها البورصات العالمية والأسواق المالية بصفة عامة، كان من بين أهم أسبابها عمليات المضاربة، وعند الحديث عن المضاربة فإننا نتحدث عن المضاربة غير المشروعة أو غير الاخلاقية، والتي يقوم بها المضاربون غير الشرعيين، الذين يلجئون لطرق ملتوية وحيل لأجل توجيه السوق بالطريقة التي يرغبون بها وبالتالي تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب الآخرين.

**الفرع الأول: صور المضاربة غير المشروعة:** بالعودة إلى التلاعبات في سوق الأوراق المالية فإننا نجد صور متنوعة ومتعددة لعمليات التلاعب والخداع، بل ومتجددة يلجأ إليها المضاربون غير الشرعيين، ويمكن ذكر أبرز هذه الصور المشهورة للتلاعب على النحو الآتي:

### 1. البيع الصوري:

يقصد بالبيع الصوري أو المظهري؛ خلق تعامل مظهري على سهم ما في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على ذلك السهم، ومن صور البيع الصوري:<sup>1</sup>

أ- قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صوريا لابنه أو احد افراد عائلته، او ان يقوم ببيع وشراء الورقة نفسها في نفس اليوم، وذلك بالاتفاق مع شخص ما على ان يبيعه الورقة ويشترىها منه في نفس اليوم بسعر أكبر أو اقل حسب الاتفاق، والهدف من وراء ذلك هو ايهام المتعاملين بان هناك تداولاً وحركة نشطة تجري على تلك الورقة، وهو بذلك لا يخرج عن كونه نوعاً من الخداع والاحتيال بغرض تحقيق أرباح على حساب خسارة الآخرين.

ب- كما يمكن للمضارب المخادع ان ينتهز فرصة ارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع اشخاص آخرين ليبيعه لهم صوريا بسعر اعلى من السعر الجاري، ثم يقوم في نفس اليوم بإعادة بيعها له، وهو ما سيؤدي إلى زيادة التعامل على تلك الاسهم وبالتالي سيعتقد المتعاملون في السوق ان هذا مؤشر على تحسن ظروف المنشأة المصدرة لها، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشراءها، والنتيجة مزيد من الارتفاع في قيمتها السوقية، فيقوم المضارب المخادع ببيع ما يملك منها بالسعر المرتفع فيحقق أرباحاً مضاعفة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص: 541-542

## الفصل الثاني: .....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

ت- كما يمكن استخدام البيع المظهري لتحقيق المزيد من الأرباح، عن طريق الغش الضريبي، ويحدث ذلك عندما يقوم المضارب أو المستثمر المخادع ببيع ما يمتلكه من الأوراق صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به، محققاً خسائر دفترية تخصم من إيراداته أي تقلص من وعائه الضريبي، وبالتالي التقليل أو تفادي الضريبة على أرباحه المحققة.

### 2. الاحتيال والعروض الوهمية :

أ- **الشراء بغرض الاحتيال:** يقصد بالشراء بغرض الاحتيال قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية معينة، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتيال يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، أو للانفراد بصناعة القرار في المنشأة المصدرة للأوراق المالية. وقد يحدث الاحتيال من شخص بمفرده أو بالتعاون مع أعوانه أو أفراد أسرته.<sup>1</sup>

في بعض الحالات يحرص الشخص المذكور نشاطه الاحتيالي في شراء الاسهم التي يبيعها الآخرون على المكشوف، حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحاً مضموناً، لأن البائع على المكشوف يقوم ببيع ثم شراء الأسهم مستفيداً من هبوط سعر الورقة المالية، فيقوم باقتراض حصة أسهم من السمسار ويبيعها لاحقاً. وينبغي على البائع على المكشوف أن يشتري لاحقاً حصة من نفس السهم في السوق من أجل استبدال الحصة التي تم اقتراضها<sup>2</sup>. لكن في ظل احتكار المضارب الاحتيالي لتلك الاسهم مما يؤدي لارتفاع سعرها من جهة، ومطالبة المقرض لأسهمه، فإنه سيضطر إلى دخول السوق مشترياً بالسعر المرتفع الذي يتحكم فيه المحتكر وبالتالي تحقيق خسائر قد تكون جد كبيرة.

### ب- العروض الوهمية:<sup>3</sup>

تتم هذه الطريقة قبل افتتاح السوق المالية للتداول بساعة أو نصف ساعة حيث يعمل المضارب المتلاعب، - الذي يمتلك أسهماً كثيرة في نوع معين من الاسهم - بتقديم عروض بيع بصفقات مختلفة؛ ليوهم المضارب (الجاهل) غير المحترف بأن هذه العروض من أشخاص كثر.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.ص: 542-543

<sup>2</sup> البيع على المكشوف، 2014/04/21، <http://www.gulfbase.com/AR/InvestmentTutorial/SubSection?id=31&SectId=51>

<sup>3</sup> عبد الله بن محمد العمراني، "التلاعب في الأسواق المالية: دراسة فقهيّة"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص.ص: 10-13

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

الهدف من هذه الطريقة هو إيهام الغير بأنّ السهم عليه تصريف، أو لديه خبر سيء، فيقوم ملاك السهم بعرض أسهمهم للبيع بسعر أقل من سعر المضارب المتلاعب، حتى يغتنموا فرصة البيع أولاً، حتى إذا لم يبق لافتح السوق إلا دقائق معدودة، قام بإلغاء أوامر العرض، ثم سحب عروض ملاك الأسهم المخدوعين، فاشتراها منهم، ثم يبدأ السهم بالصعود تدريجياً، فيقوم المتداولون بشرائها مرة ثانية، ثم يقوم المضارب المتلاعب ببيعها عليهم بفارق سعري عالٍ وجديد.

### 3. اتفاقيات التلاعب: <sup>1</sup>

هي الاتفاقيات التي تتم بين شخصين أو أكثر والهدف منها هو احداث تغيرات مفتعلة على أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق أرباح غير عادية، وقد يتمثل اعضاء هذه الاتفاقيات في السماسرة والعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما قد يساهم احد اطراف الاتفاقية بالعمل والآخر برأس المال، مع امكانية تعيين مدير يتولى تنفيذ هذه الاتفاقية، ويمكن تمييز نوعين من الاتفاقيات:

أ- **اتفاقية المتاجرة:** هي تلك الاتفاقية التي بمقتضاها يسعى من خلالها المتفقون لامتلاك أكبر كمية ممكنة من الاسهم التي تصدرها شركة ما، من خلال بث اشاعات تعطي صورة سلبية عن وضع الشركة، او من خلال استغلال السماسرة الاعضاء في الاتفاقية لثقة عملائهم وحثهم على بيع تلك الورقة، هذا ما يؤدي لزيادة العرض وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى ادنى حد ممكن، وهنا يتدخل المتفقون لشراء الأوراق المعروضة بأقل الأسعار.

الخطوة الموالية للمتفقين هي نشر معلومات عن تحسن ملحوظ في أداء الشركة المصدرة للأسهم، ويقوم السماسرة المخادعون باستغلال ثقة عملائهم مرة أخرى بحثهم على شراء تلك الأسهم مما يزيد في الطلب، وبالتالي ارتفاع الأسعار من جديد كما يمكن للمتفقين ان يقوموا بإجراء عدة عمليات للبيع الصوري، حتى يعتقد المتعاملون أن هناك تداولاً نشطاً على الورقة المالية، كما قد يساهم في هذه اللعبة أيضاً أولئك العاملون بوسائل الإعلام، لنشر أنباء الحركة النشطة للورقة المالية.

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، "ادارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص.ص:544-546

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

عندما يسجل السهم أقصى ارتفاع ممكن في قيمته، يسعى المتفوقون ببيع ما يملكون من ذلك السهم بكل هدوء، مما يسمح لهم بتحقيق أرباح طائلة على حساب باقي المتعاملين، كما يمكن للمتلاعبين بالقيام بعمليات البيع على المكشوف عندما يكون سعر السهم في طريقه إلى الانخفاض.

ب- اتفاقية الاختيار : هي الاتفاقية التي تتضمن عضويتها أعضاء من مجلس إدارة الشركة المصدرة للأسهم محل الاتفاقية، ويتمثل دورهم هو المساعدة على إبرام صفقة اختيار بينهم وبين الشركة، يحصل بمقتضاها التنظيم على الحق في شراء كمية كبيرة من أسهم المنشأة مستقبلاً، وذلك بالسعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة.

ثم يقوم المتلاعبون بتسريب معلومات مضللة عن مستقبل مزدهر للشركة، إضافة إلى استغلال السماسرة الاعضاء لثقة عملائهم كما هو الحال في اتفاقية المتاجرة، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم المستهدف. يسارع بعدها المتلاعبون إلى القيام بسلسلة من عمليات البيع الصوري ليرتفع السعر أكثر فأكثر إلى ان يصل اقصاه، وفي هذه الحالة يلجئون إلى تنفيذ حق الاختيار، حيث يعملون على شراء الاسهم بالسعر المتفق عليه ومن ثم بيعها بالسعر السائد محققين أرباحاً كبيرة.

**4. البيع على المكشوف :** تعتبر عملية البيع على المكشوف واحدة من عمليات المعاملات العاجلة في سوق الأوراق المالية. وهي بحق إحدى خطايا النظام المصري فقد اعتبر البيع على المكشوف من أبرز أسباب الأزمة المالية العالمية. حتى وصف رئيس لجنة الأسواق المالية والبورصة الأمريكية " كريستوفر كوكس " المتعاملين به أنهم شريريون ويتحملون اللوم في انهيار الأسهم.

عادة ما يؤدي البيع على المكشوف إلى زعزعة الأسعار في أسواق هي في الأساس غير مستقرة. كما يثير ذعراً في أوساط المتداولين قد يؤدي إلى تفاقم الأوضاع وبالتالي انهيار السوق. ولذا فلقد حظرت لجنة مراقبة عمليات البورصة الأمريكية عمليات البيع على المكشوف في خضم الأزمة المالية في 24 سبتمبر 2008، إلا أنها عادت لترفع هذا الحظر يوم الخميس 9 أكتوبر 2008 بعدما أعلنت الإدارة الأمريكية عن إقرار خطة إنقاذ وول ستريت بقيمة 700 مليار دولار وهو ما لم يشفع لها فتابع انهيار البنوك كما رأينا سابقاً.

**الفرع الثاني: آثار المضاربة غير المشروعة على الاقتصاد:**

لجوء المضاربين إلى التلاعبات والحيل والمعاملات غير الأخلاقية التي تساعدهم لتحقيق أرباح شخصية، ستكون حتما على حساب خسائر أخرى سيتحملها الآخرون، وقد ذكرنا في فصلنا السابق أن معظم الأزمات إن لم نقل كلها كان من أهم أسبابها المضاربين وتلاعباتهم، و لعل أبرز الآثار السلبية التي تؤدي إليها هذه المضاربة تتمثل في الآتي: <sup>1</sup>

**1. التأثير الضار على مستويات الأسعار:** ان من خصائص السوق المالية الكفاء ان الأسعار السوقية فيها

تعكس تماما المركز المالي أو القيمة الحقيقية للشركة، كما تتحدد نتاج لعمليات العرض والطلب، إلا ان لجوء المضاربين إلى التلاعبات خاصة من خلال عمليات البيع والشراء الصوريين أو الوهميين فإن سعر الورقة المالية سيأخذ اتجاه الزيادة والنقصان حسب رغبة المضاربين فيكون هناك طلب وهمي وعرض وهمي، وبالتالي أسعار غير معبرة عن الواقع.

**2. عدم التخصيص الامثل للموارد:** ان عدم عدالة الأسعار يعني ان يتم تقييم أسهم بغير قيمتها الحقيقية،

فقد يتم رفع الأسعار في قطاع فاشل وغير منتج مما يوهم المدخرين على ان الاستثمار في هذا القطاع هو احسن قرار يتم اتخاذه وبالتالي توجيه مدخراتهم نحو هذا القطاع واهمال تلك القطاعات المنتجة، مما يعني سوء توجيه المدخرات أو التخصيص السيئ للمدخرات، كما ان معظم أصحاب رؤوس الأموال سيتجهون إلى المضاربة طمعا في الأرباح السريعة، ويتخلون عن المشروعات المنتجة.

**3. زعزعة النشاط الاقتصادي:** من أهم الوسائل التي يعتمدها المضاربون المخادعون هي الاكاذيب ونشر

الاشاعات، التي من شأنها ان تغير في سلوك المستثمرين بين عشية وضحاها، فقد يؤدي نشر خبر سيء إلى زيادة العرض من خلال تخوف أصحاب الاسهم والسندات من تقلبات كبيرة فيلجئون إلى بيع ما يملكون من أوراق مالية دفعة واحدة، أو عند الارتفاع الكبير للأسهم من خلال عمليات المضاربة، فيلجأ المتعاملون إلى بيع استثماراتهم من أسهم وسندات لتحقيق أرباح بسرعة فينهار السوق دفعة واحدة، وتبدأ البنوك في طلب قروضها وتمتنع عن تمويل المشروعات الجديدة مما يؤدي إلى ركود النشاط الاقتصادي.

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شطناوي، " الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية "، دار الفنائس للنشر والتوزيع، عمان-الاردن، ط 1، 2009، ص.ص: 93-

4. الآثار التضخمية : تعتبر الآثار التضخمية من الآثار السلبية التي يصعب التخلص منها إلا من خلال إجراءات قاسية، وتظهر هذه الآثار عندما تفرط البنوك التجارية في تمويل عمليات المضاربة، فتتوسع في منح الائتمان مما يشكل ضغوطا تضخمية للاقتصاد المحلي .

5. التوزيع غير العادل للثروة : يسعى المضاربون دائما إلى تحقيق أرباح غير عادية وضخمة على حساب الآخرين الذين عادة ما يمثلون صغار المستثمرين والذين لا يملكون وسائل كافية لتسيير السوق في صالحهم مما يؤدي بهم في كثير من الأحيان إلى إفلاسهم، في حين ان كبار المضاربين يتحكمون في السوق بطرقهم الخاصة وبعلاقاتهم فيدورن رؤوس الأموال في السوق بما يخدم مصالحهم.

### المبحث الثالث :مساهمة المقامرة والربا في الأزمة المالية العالمية

أصبح المعاملات المالية المعاصرة تقوم على أساس ما يسمى بسعر الفائدة اصطلاحا و التي تعني الربا في الإقتصاد الاسلامي. كما صارت المقامرة أو القمار واحدا من السلوكات التي تميز أداء بعض الأفراد أو حتى المؤسسات عند تعاملهم في الأسواق المالية و خاصة في سوق الأوراق المالية.

يعتبر القمار و الربا من المعاملات المحرمة في الإسلام نظرا لآثارها السلبية على الإقتصاد و التي يمكن توضيحها على النحو التالي:

#### المطلب الأول :الربا وآثاره الاقتصادية

##### الفرع الأول :ماهية الربا وأنواعها

1. ماهية الربا : يختلف معنى الربا ويتشابه في نفس الوقت تعريف الربا ما بين القاموس اللغوي والقاموس الشرعي.

لغةً : فأما الربا لغةً فيقصد بها النمو والعلو والزيادة ومن هنا جاء لفظ الربوة، وهي تعني الأرض المرتفعة عن مستوى سطح الأرض، فقد جاء في الآية 5 من سورة الحج قوله تعالى ﴿..... وَتَرَى الْأَرْضَ هَامِدَةً فَإِذَا أَنْزَلْنَا عَلَيْهَا الْمَاءَ اهْتَزَّتْ وَرَبَتْ وَأُنْبَتَتْ مِنْ كُلِّ رَوْحٍ يَهْبِجُ ﴾ بمعنى نمت وعلت.

شرعا :أما شرعا فقد ذكرت عدة تعاريف منها تعريف عبد الحميد الغزالي بأن "الربا هي زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل بدون عوض يقابلها " وأن عناصر الربا ثلاثة :الدين وأجل وزيادة مشروطة <sup>1</sup>. كما عرّف الربا بأنها "فضل مال لا يقابله عوض في معاوضة مال بمال"<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الحميد الغزالي، "سعر الفائدة أو معدل الربح كآلية لإدارة النشاط الاقتصادي المعاصر"، ملتقى الفكر الاسلامي الرابع و العشرون، 12/02-11/30

الجزائر، 1990، ص:02

<sup>2</sup> غريب الجمال، "المصارف وبيوت التمويل الاسلامي"، دار الشرق، جدة، ط1، 1978، ص:102.

أي أن الربا شرعا هو الزيادة ولكن في أشياء مخصوصة سيأتي ذكرها

## 2. أنواع الربا: اشتهر عند الفقهاء وفي أغلب المراجع أن الربا ربوان

**1.2. ربا الدين:** أو كما يطلق عليها كذلك ربا النَّسيئة والنسيئة هي التأخير لغَةً، وهي النوع الذي كان متعارفا عليه منذ الجاهلية إلى يومنا هذا، فقد كان العرب في الجاهلية يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدرا معيناً، فإذا حل الأجل طوّل المدين برأس المال كاملاً فإن تعذر الأداء اتفقوا على الزيادة في الأجل مع زيادة في قيمة الحق فيقال للمدين أتقضي أم تربي.<sup>1</sup>

## 2.2. ربا البيوع: وينقسم بدوره إلى:

**أ. ربا الفضل:** هو بيع النقود بالنقود أو الطعام بالطعام مع الزيادة على أن يكون التبادل في المجلس أي دون تأخير وقد ورد في الحديث الشريف الأصناف الستة وهي: الذهب والفضة والبر (القمح) والشعير والتمر والملح.

منه يمكن تقسيم هذه الاصناف إلى: نقود تستعمل في التثمين وتقييم الأشياء وطعام وبالتالي فإن أي بيع لهذه الاصناف أو المبادلة بنفس الجنس فهو ربا فضل.<sup>2</sup>

**ب. ربا النَّساء:** هو الزيادة التي يأخذها الدائن من المدين نظير التأجيل وهذا يخص البيوع التي ذكرناها سابقاً وهي الأثمان والأطعمة فلا يجوز أن تباع إلا يدا بيد ومثلاً بمثل.<sup>3</sup>

قوله يدا بيد أي عدم التأجيل وفي هذا يقول رسول الله ﷺ "الذهب بالذهب، والفضة بالفضة، والبر بالبر، والشعير بالشعير، والتمر بالتمر، والملح بالملح، مثلاً بمثل، يدا بيد، فمن زاد أو استزاد فقد أربى الآخذ والمعطي فيه" رواه مسلم.<sup>4</sup>

## الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية للفوائد الربوية:

يقوم الاقتصاد العالمي و ينمو من خلال توفر و حسن استغلال المواد وعناصر الإنتاج وخاصة عنصر رأس المال الذي اعتبره عصب الحياة الاقتصادية وحتى الاجتماعية، إلا أن هذا العنصر أصبح يتحكم فيه مجموعة من الوسطاء الماليين سواء كانت بنوك، مؤسسات مالية متخصصة أو بورصات تعمل على جذب مالكي رؤوس الأموال (ذوي الفائض المالي) للاستفادة من فوائضهم المالية وتوفيرها لأولئك المستثمرين أو الأفراد أصحاب العجز

<sup>1</sup> "أنواع الربا وحكم كل نوع"، مجلة البحوث الإسلامية، [www.alifita.net](http://www.alifita.net)، السعودية، 07 جوان 2012

<sup>2</sup> مصطفى حسين سلمان وآخرون، "المعاملات المالية في الاسلام"، دار المستقبل، عمان-الاردن، 1990، ص:32

<sup>3</sup> نفس المرجع أعلاه، ص:33

<sup>4</sup> مسلم بن الحجاج بن مسلم القشيري النيسابوري، تحقيق محمد الفارابي ابو قتيبة، "صحيح مسلم"، دار طيبة، مج2، الرياض-السعودية ط1، 2006،

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

المالي. ويكون هذا التشجيع على الاستثمار المالي غير المباشر بالاعتماد على سعر الفائدة. فما تأثير هذه الفوائد (الفوائد الربوية) على الاقتصاد الوطني.

يمكن أن نعدد أهم الآثار الاقتصادية للفوائد الربوية على فيما يلي:

- 1. التأثير على توزيع الثروة :** إن قيام الاقتصاد على فكرة الفوائد الربوية والتي يستفيد منها أصحاب المال أو الفوائض المالية، ستؤدي إلى تركيز المال وسيورته باتجاه واحد هو جهة المقرضين، في حين أن الطرف العاجز سيكون ملزماً بدفع قيمة القرض إضافة إلى الفائدة الدورية، وتأييداً لهذا المعنى يقول الدكتور شاخت الألماني الجنسية والمدير السابق لبنك الرايخ الألماني (Reichs bank) في محاضرة له بدمشق سنة 1953 "إنه بعملية غير متناهية يتضح أن جميع مال الأرض صائر إلى عدد قليل جداً من المرابين، ذلك لأن المرابي يربح دائماً في كل عملية بينما المدين معرض للربح والخسارة ومن ثم فإن المال كله في النهاية لابد وبالحساب الرياضي أن يصير إلى الذي يربح دائماً"<sup>1</sup>.
- 2. التضخم :** تتجلى ظاهرة التضخم أساساً في انخفاض القوة الشرائية للنقود المقترضة أو ارتفاع الأسعار أو الزيادة في الكتلة النقدية، ومن الأسباب الظاهرة زيادة كمية النقود نتيجة زيادة حجم الإقراض بفائدة، كما أن التضخم يحدث عندما تزداد كمية النقود حيث يزيد الطلب الكلي على السلع والخدمات أكثر من العرض الكلي لها، مما يؤدي إلى زيادة الأسعار، فمن عيوب النظام النقدي المعاصر وجود خلل بين كمية النقود وكمية السلع والخدمات، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة كمحاولة من الحكومة لامتصاص النقود من السوق، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف السلع والخدمات ثم ارتفاع السلع مرة أخرى<sup>2</sup>.
- 3. البطالة :** أكبر مشكلتين يعاني منهما الاقتصاد الرأسمالي هما مشكلتي البطالة والتضخم، وتتناسب معدلات التضخم عكساً مع البطالة إلا أنها تتناسب طردياً في حالة الركود التضخمي الشائع في البلدان النامية خاصة، أين يكون هناك نمو بطيء جداً مقابل ارتفاع في الأسعار، وارتفاع أسعار الفائدة في حال عدم وجود نمو اقتصادي سيؤدي إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات نتيجة ارتفاع تكاليف الإنتاج، مما يعني انخفاض الطلب ومنه انخفاض الإنتاج والإستثمارات وما ينتج عنه من تسريح للعمال أو على الأقل تجميد عمليات التوظيف وبالتالي الرفع من معدلات البطالة.
- 4. ضعف التنمية الاقتصادية والاستثمار :** يعتبر الإقراض بنظام الفائدة يؤدي إلى تضيق دائرة التمويل، لأنه يعتمد على ضمانات لا يقدر عليها إلا الأغنياء، ورب المال في نظام الفائدة أقل اهتماماً بنجاح

<sup>1</sup> عيسى عبدو، "الإعجاز الاقتصادي في القرآن - حكمة تحريم الإسلام للربا" 2014/06/06، www.kantakji.com

<sup>2</sup> حسين شحاتة، "الفائدة الربوية وقود التضخم النقدي"، دار التوزيع والنشر الإسلامية، القاهرة 1990، ص: 213.

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

المشروع، ولا تحمه الأمانة والخبرة والكفاءة في العمل، لأن أكثر ما يهمله أن يكون المقترض غنيا وأن تكون فائدته ورأس ماله مضمونين.

كلما ارتفعت قيمة الضمانات تقلص وعاء التمويل بسبب تعطل الأصول المرهونة من جهة وتوجه المستثمرين نحو الادخار مقابل فائدة مضمونة، وهذا يعني ضعف الدورة الانتاجية والاقتصادية وبالتالي ضعف التنمية.

5. **عدم التحكم في وجهة الأموال :** منح القروض في الاقتصاد الرأسمالي لا يهتم بوجهة الأموال بقدر ما يهتم بتحصيل القروض وأسعار الفائدة، ومعلوم أن معظم الانشطة السهلة والمدرة للمال هي تلك الانشطة المحرمة التي يغلب عليها اللهو والقمار عكس المشاريع الكبيرة المساهمة في التنمية كالاستثمارات الكبيرة المساهمة في التنمية من خلال الاستثمارات التي ترفع من حجم الإنتاج وتخفف البطالة...الخ. ذكرت هنا أهم الآثار السلبية المترتبة عن التعامل بالفوائد الربوية، وهناك عدة آثار أخرى سواء اقتصادية أو اجتماعية كخلق طبقة خاملة تسعى للعيش على الفوائد المتحصل عليها دون بذل أي مجهود، هجرة رؤوس الأموال نحو الخارج بحثا عن تحقيق دخول أكبر عند أسعار فوائد اعلى... الخ

### الفرع الثالث : الفوائد الربوية كأهم مسببات أزمة الرهن العقاري

بعد ان أخذنا فكرة عن الربا وانواعها واستنتجنا أن الربا النسيئة أو ربا القرض لازالت متداولة بين الناس منذ الجاهلية، بل هي أساس النظام الرأسمالي القائم حاليا، والذي يرى بأن سعر الفائدة ( الربا ) هي من أهم الأدوات التي تعمل على احداث عدة توازنات أو تسيير عدد من المتغيرات الاقتصادية حسب الاهداف المرغوب تحقيقها، فبرفع سعر الفائدة يمكن تشجيع الافراد على الادخار وتقليص استهلاكهم مما يوفر السيولة اللازمة في السوق، كما ان تخفيض سعر الفائدة قد يستعمل في تشجيع المستثمرين على الإقتراض مما يساهم في زيادة الاستثمار بخلق مشاريع جديدة أو التوسع في الاستثمارات القائمة.

بالعودة إلى الأزمة المالية العالمية فإنها بدأت وكبرت ككرة الثلج فبداية النشوء كانت:

1. على مستوى الافراد : اين حدث توسع كبير للقروض العقارية بسبب انخفاض سعر الفائدة مما شجع الافراد على الإقتراض من البنوك ولسعي كل بنك على جذب أكبر عدد من المقترضين فقد تم تقديم عدة تسهيلات، كابتكار نوع من القروض يتضمن دفع الفوائد فقط في السنوات الاولى من القرض مابين ثلاث وخمس سنوات، وقد انخفضت الفوائد على القروض العقارية إلى مستويات قياسية سنة 2004 حيث وصلت نسبة 1% وظهر نمو الطلب على القروض العقارية بصورة كبيرة حيث كان يمثل 11% من اجمالي القروض سنة 2002 فارتفع إلى 66% من اجمالي القروض سنة 2005، هذا ما ادى إلى زيادة الطلب على المساكن

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

وبالتالي ارتفاع أسعارها إلى مستويات قياسية، ولما كانت الفوائد المفروضة على القروض العقارية هي فوائد متغيرة مرتبطة بالمعدل الذي يصدره البنك المركزي الأمريكي فقد ادى رفعها إلى 5.25% عام 2006 إلى بداية تراجع الطلب على المساكن ومنه انخفاض أسعارها وعدم قدرة مالكيها على السداد، وهنا بدأت عملية حجز رهون العقارية بإخلاء المساكن من ساكنيها ومن خلال الجدول الموالي نلاحظ عرف عدد القروض ارتفاعا مذهلا بلغ اقصاه سنتي 2004-2005 ثم بدأ بالانخفاض مع بدء بوادر الأزمة

### الجدول رقم (02): خصائص القروض عند انشائها خلال الفترة 2001-2007

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
عدد القروض(1000)	452	737	1258	1911	2274	1772	316
متوسط القرض(\$1000)	126	145	164	180	200	212	220
انواع القروض العقارية							
قرض عقاري بفائدة ثابتة(%)	33.2	29.0	33.6	23.8	18.6	19.9	27.5
قرض عقاري بفائدة متغيرة(%)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2
قروض مهجنة %	59.9	68.1	65.3	75.8	76.8	54.5	43.8
قروض بتسديد متزايد %	6.5	2.5	0.8	0.2	4.2	25.2	28.5

المصدر: Y.Demyank and O.van hemert"Understanding the subprime mortgage Crisis", federal reserve

Bank of St.Louis, workink paper 2007-05;:august2008,p:7

## 2. على مستوى المؤسسات :

لقد كان لسلوك الافراد خلال هذه الأزمة أثر على مستوى المؤسسات المالية ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ يبيع البنك القرض كسندات لمستثمرين ليضعف من إيراداته حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسددها المقترض وبعد بيعه للسندات يحقق دخلا اضافيا بالعمولات والرسوم.
- ✓ يستفيد المستثمرون المشترين لهذه الأوراق المالية من فوائد السندات التي اشتروها.
- ✓ للاطمئنان على سنداتهم يقوم المستثمرون بالتأمين عليها لدى شركات التأمين ضمانا لأموالهم.

نشير كذلك أن البنك عندما يقوم بإصدار أوراق مالية جديدة فإنه يعتمد على رهونات التي بين يديه والخاصة بزبائنه الذين اقترضوا مقابل هذه الرهونات، فيكون محفظة كبيرة منها يستخدمها لضمان السندات المصدرة وبالتالي حصوله على سيولة أكبر يعيد إقراضها مقابل فوائد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> قنطججي سامر مظهر، "ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية"، دار النهضة، دمشق، ط1، 2008، ص:30-31

<sup>2</sup> سعيد سامي الحلاق وعامر يوسف العتوم، "الأزمة المالية العالمية بين المنظور الوضعي والاسلامي"، المنظمة العربية للتنمية الادارية، جامعة الدول العربية، مصر،

## الفصل الثاني: .....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

- بالرجوع إلى سلوك الافراد السابق عرضه وهي افلاسهم واضطرابهم لبيع عقاراتهم فإن زيادة عرض العقارات المعدة للبيع يؤدي لانخفاض اسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد واثار ذلك تفقد السندات قيمتها ولا تجد البنوك السيولة اللازمة لمواجهة طلبات عملائها ولا تستطيع بيع العقارات التي كانت مرهونة لديها مما عرض كثير منها للإفلاس.

**3. على المستوى الوطني والعالمي :** لقد كان أثر هذه الأزمة كبيرا ولم يقتصر على المستوى الفردي بل انتقل إلى المستوى الكلي فأصبح أزمة اقتصادية اثرت على مختلف القطاعات باعتبار أن جل المؤسسات سواء الصناعية أو الفلاحية أو الخدمائية تعتمد على البنوك من خلال الإقتراض لتمويل مشاريعها ويمكن تلخيص الأزمة وانتقالها إلى المستوى العالمي كالتالي:<sup>1</sup>

✓ افلاس العديد من البنوك الاستثمارية التي وضعت استثمارات مالية تقدر بالمليارات في المتاجرة في الأسواق المالية.

✓ افلاس شركات التأمين التي عجز الافراد عن سداد القروض وبالتالي العجز عن دفع اقساط التأمين من جهة والتزامها بتعويض عملائها الذين قاموا بتأمين أوراقهم المالية لديها.

✓ امتناع البنوك عن اعطاء قروض جديدة ووضع شروط تعجيزية لا تسمح بمنح القرض بسهولة.

✓ انتقال العدوى إلى قطاعات أخرى تجارية وصناعية ...، مما أدى إلى تسريح آلاف العمال وهذا أثر سلبا على المؤسسات الاستهلاكية الأخرى، الغذائية والخدمية وتجارة السيارات... الخ

✓ ظهور بؤادر الكساد الاقتصادي وتراجع النمو الاقتصادي كما زادت نسبة البطالة.

✓ بما ان الو.م.أ هي من أكبر المصدرين والمستوردين في العالم فإن الأزمة الاقتصادية انتقلت إلى الأسواق

العالمية الاخرى بسبب الترابط الكبير بين اقتصاديات دول العالم من خلال حركة السلع والخدمات

ورؤوس الأموال وانتشار الشركات المتعددة الجنسيات والبورصات العالمية... الخ

✓ تقوم الحكومات بعد ذلك بزيادة السيولة لمحاولة انعاشه إلا ان الاقتصاد يستمر في الترنح تحت ضغط الديون بسبب الاستثمار في الديون وليس الاستثمار الحقيقية.

✓ اخيرا وجدت رؤوس الأموال نفسها امام انهيار عالمي.

مما سبق ذكره يتضح لنا أن سبب واصل الكارثة يعود إلى الفوائد الربوية التي هي أساس البلاء، ورغم المخاطر التي ذكرناها سابقا إلا أن الدول الرأسمالية استطاعت أن تفرض نظامها الاقتصادي على العالم وجعلت

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 25

## الفصل الثاني: .....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

كل بلدان العالم تتعامل بالربا بما فيها الدول الاسلامية التي يفترض أنها أول من يتجنبها وأول من يبين حقيقتها للعالم.

### المطلب الثاني: القمار ودوره في الأزمة المالية:

يقول تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْحُمُرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ﴾ ( المائدة 90 )

من خلال الآية نلاحظ ان الميسر أو القمار من الامور المنهية عنها في الاسلام، ولقد عرف القمار كما هو الحال مع الربا انتشارا واسعا في المعاملات المالية وبأسماء مختلفة ليس بالضرورة كلمة قمار كما ليس بالضرورة تسمية الربا بالربا وإنما سميت بالفائدة، فلو سميت الفائدة ربا لوجد الناس حرجا في التعامل بها، ويرجع عديد من الاقتصاديين سبب الأزمة المالية إلى الفائدة والمقامرة والتي تسمى مضاربة وتحوط... الخ

### الفرع الأول: ماهية القمار والفرق بينه وبين المضاربة:

#### 1. ماهية القمار:

لقد عرف سامويلسون\* (samuelson 1977) "المقامرة بأنها أي تصرف حر واختياري لتحمل المخاطر"<sup>1</sup>؛ أي ان المقامرة تقوم على جانب مهم من المخاطرة التي قد تكسب المقامر أرباحا كما قد تكسبه خسائر كبيرة.

كما يعرفها M.S. Rix بأنها "البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والمصادفة"<sup>2</sup>؛ من خلال هذا التعريف نلاحظ انه نبه إلى جانب هام تتميز به عمليات المقامرة والبحث عن الربح السريع اعتمادا على ضربة الحظ وليس على معطيات علمية أو تحاليل واضحة.

يعرفها البعض الآخر على انها "عبارة عن وضع المال في عملية مخاطرة وهمية اعتمادا على حدث عرضي"<sup>3</sup>. يقول ابن القيم الجوزية: الميسر يتضمن أكل المال بالباطل فهذا الذي حرمه الله ورسوله<sup>4</sup>، فلقد ثبت تحريم القمار في الكتاب والسنة والذي ورد بلفظ الميسر، وتتجلى الحكمة من تحريم القمار فيما يلي:<sup>5</sup>

\* Paul Anthony Samuelson اقتصادي امريكي من مواليد 15 ماي 1915، متحصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1970.

<sup>1</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، " المضاربة والقمار في الأسواق المالية المعاصرة"، مجلة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الاسلامي، م20، ع1، 2007، ص:11

<sup>2</sup> M.S. Rix، "Stock Market economics" ; pitman ; London 1963; p:205.

<sup>3</sup> احمد محي الدين، مرجع سبق ذكره، ص:489.

<sup>4</sup> ابن القيم الجوزية محمد بن ابي بكر الدمشقي، "زاد المعاد في هدي خير العباد"، دار الكتب العلمية، بيروت، ج5، ص:816.

<sup>5</sup> نادية حسن محمد عقل، "نظرية التوزيع في الاقتصاد الاسلامي"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1، 2010، ص:66-67

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

✓ القمار اكل مال بالباطل :فهو نشاط سلمي يودي إلى سلسلة من النشاطات السلبية يسلكها المقامر، كي يعوض الخسائر التي مني بها، فيلجأ إلى السرقة والاختلاس والرشوة، وكلها نشاطات سلبية تركز إلى مخالفات شرعية، وتفرز سلسلة من الاختلالات التوزيعية.

✓ القمار كسب يعتمد على الحظ والمصادفة والحيلة، وهي مخالفة لمعايير الكسب المشروعة في الاسلام.

✓ القمار يوجه توزيع الثروة نحو منظمي عمليات القمار، فغالبا ما تنظم أدوات القمار بطريقة تضمن الربح لجهة متواطئة مع المنظمين كصالات القمار.

### 2. الفرق بين المقامرة والمضاربة

هناك فرق بين مصطلح المضاربة والمقامرة يمكن تحديدها فيما يلي:

فمن خلال التعاريف السابقة الخاصة بالمقامرة وتلك المتعلقة بالمضاربة، نلاحظ ان المقامرة والمضاربة تشتركان في نفس الهدف ألا وهو الربح السريع أو الربح في الاجل القصير، إلا انهما يختلفان من حيث الوسيلة أو الطريق المتبع في محاولة تحقيق الهدف، ففي الوقت الذي نجد فيه ان المضاربة المشروعة تعتمد على معطيات ومعلومات متوفرة في السوق يحسن المضارب استغلالها من خلال دراستها وتحليلها، فإن المقامر يهدف إلى تحقيق الربح من خلال ضربة حظ يأمل من خلالها تحقيق أرباح معينة.

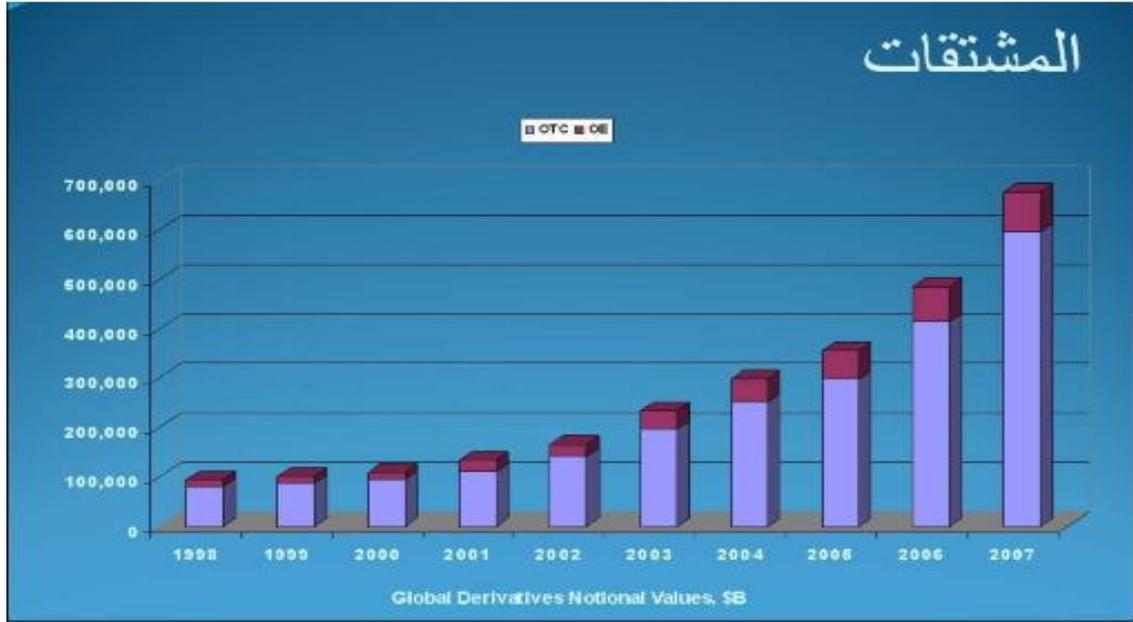
إن حياد المضاربة عن أسلوبها من خلال دراسة الاوضاع السياسية والاقتصادية والمالية قبل الخوض في شراء وبيع الأوراق المالية من شأنه ان يقلب عملية المضاربة إلى مقامرة.

### الفرع الثاني :دور القمار في الأزمة المالية العالمية : لقد بدأت حكاية الأزمة المالية وانطلاقها مع ذلك التحفيز

الذي كان من خلال خفض معدل الفائدة (المتغيرة خاصة) ،والتي كانت الفخ الذي استدرك الكثير نحو الإقراض خاصة مع الأرباح التي كان يحققها الأفراد من المتاجرة بالعقار ،مما أدى إلى التوسع في الإقراض والاقتراض فنتج عنه فقاعة في سوق العقار، بالموازاة مع ذلك ولتحييد مخاطر القروض فقد عرفت تلك الفترة انتشارا كبيرا للمشتقات المالية غير المسددة حسب بنك التسويات الدولي الذي قدرها بـ 600 تريليون دولار ( 600 الف مليار) أي أكبر بعشر مرات عن الناتج الداخلي العالمي<sup>1</sup>، وهو ما يوضحه الشكل الموالي

<sup>1</sup> شابرا مجد عمر، "الأزمة المالية العالمية، هل يمكن للتمويل الاسلامي ان يساعد في حلها"، مركز بحاث الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- السعودية، 2009، ص:32

الشكل (02): تطور المشتقات المالية 1998-2007 (بليون دولار)



المصدر: سامي بن ابراهيم السويلم، "الأزمة المالية رؤية اسلامية"، الملتقى الدولي الثالث حول ادارة المخاطر في المؤسسات الآفاق والتحديات، جامعة شلف، 25-26 نوفمبر 2005.

فالأزمة إذا بدأت بالفوائد الربوية وزادتها حدة المشتقات المبنية غالبا على المقامرة واستعمال الحيل، باعتبار ان المشتقات هي عقد بين طرفين بتوقعين مختلفين كل يراهن على توقعاته لينتج في الاخير طرف خاسر وطرف رابح.

يمكن أن نوضح أهم النقاط التي حدثت ويحدث على مستواها القمار في المعاملات الحديثة:

1- على مستوى المشتقات المالية : تقوم المشتقات المالية أساسا على معاملات وهمية قوامها

الاحتمالات والتوقعات فلا يترتب عنها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات كما ان معظمها يقوم على ديون من البنوك في شكل قروض، وعند حدوث أي انهيار أو تأثر طرف من الاطراف كما هو الحال مع أزمة الرهون العقارية فإن كل الاطراف ستتهار بسبب ارتباط كل طرف بالآخر.

فخلال الأزمة المالية لسنة 2008 ظهر التوسع في اشتقاق أدوات مالية جديدة تعتمد على الثقة في تحقيقها مكاسب في المستقبل، ونظرا لانخفاض أسعار الأسهم والسندات الصادرة عن البنوك والشركات الاستثمارية، فقد انهارت قيمة هذه المشتقات وحدث زعر في الأسواق المالية نتيجة تزامم الجميع على تصفية مراكزهم فانخفضت مؤشرات الأسواق انخفاضاً كبيراً أدى إلى شلل هذه الأسواق ومن المفارقات أن

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

من أهداف هذه المشتقات المعلنة هي مواجهة المخاطرة التي يمكن أن تحدث، إلا أن الأزمة أظهرت أن هذه المشتقات هي عين المخاطرة وعاجزة عن حماية نفسها<sup>1</sup>

**2- على مستوى المؤشرات :** تُجرى على هذه المؤشرات عقود وهمية مستقبلية لا يتم فيها قبض شيء ولا تسليمه، وإنما تقول إلى أخذ الفرق بين قيمة المؤشر في السوق وبين قيمته المحددة وقت التعاقد، فإما أن يربح البائع ويخسر المشتري، أو العكس، على حسب مآل المؤشر في السوق، ويعدُّ التعامل بالمؤشر على هذه الصفة مقامرة بحتة، لأنه بيع شيء خيالي لا يمكن وجوده.

**3- من خلال اليانصيب :** اليانصيب: هو عملية يسهم فيها عدد كبير من الناس بحيث يخاطر كل واحد منهم بمبلغ صغير من المال ابتغاء كسب النصيب. والنصيب هو: عبارة عن مبلغ كبير، أو أي شيء آخر، يوضع تحت السحب، ويكون لكل مساهم رقم، ثم توضع أرقام المشاركين في مكان، ويسحب منها عن طريق الحظ رقم، أو أرقام، فمن خرج رقمه، كان هو الفائز بالنصيب.

يمكن تطبيق فكرة اليانصيب على شهادات الاستثمار التي تعتمد على جوائز فتحفز الافراد على شرائها على ان يتم بصفة دورية وعن طرق القرعة اختيار الفائز بالجائزة، وتتميز عادة هذه الشهادات بسعر فائدة منخفض، فتكون الغاية من شرائها هو الرغبة بالفوز بالجائزة والتي تعني المقامرة طبعاً.

### المطلب الثالث: الاقتصاد الاسلامي في مواجهة الأزمات المالية

وضع الإسلام ضوابط و رسم حدودا في معاملاتنا المالية باحترامها فإننا قد نتجنب العديد من الأزمات الإقتصادية:

#### الفرع الأول: خصائص الاقتصاد الاسلامي

يتميز النظام الاقتصادي الإسلامي عن سائر الأنظمة الاقتصادية الوضعية بأنه مبني على أسس عقائدية

تتمثل في :

■ بأن المال هو مال الله والإنسان مستخلف في الأرض ومسؤولون عن وجهة المال في حدود الضوابط الشرعية.

■ النقود ما هي إلا وسيلة للتمين وليست سلعة، فلا تباع ولا تشتري ولا تؤجر.

وبناء على ذلك تتركز مبادئ النظام الاقتصادي الاسلامي على مجموعة من الخصائص يمكن تصنيفها كما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمود عباد، "الأزمة المالية الاقتصادية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الاردني"، الملتقى الدولي حول لازمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة جنان-لبنان، 13-14 مارس 2009، ص:9

## الفصل الثاني :.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

1. المشاركة في المخاطر : هي أساس الاقتصاد الإسلامي فهذه الصفة تميزه عن غيره من النظم. فالمشاركة في الربح والخسارة، هي قاعدة توزيع الثروة بين رأس المال والعمل، وهي الأساس الذي يحقق العدالة في التوزيع.
2. الملكية الخاصة :يحمي النظام الإسلامي الملكية الخاصة، فمن حق الأفراد تملك الأرض والعقار ووسائل الإنتاج المختلفة مهما كان نوعها وحجمها. بشرط أن لا يؤدي هذا التملك إلى الإضرار بمصالح عامة الناس، وأن لا يكون في الأمر احتكاراً لسلعة يحتاجها العامة.
3. الملكية العامة : تظل المرافق المهمة لحياة الناس في ملكية الدولة أو تحت إشرافها وسيطرتها من أجل توفير الحاجات الأساسية لحياة الناس ومصالح المجتمع. وهو يخالف في ذلك النظام الرأسمالي الذي يبيح تملك كل شيء وأي شيء .
4. نظام الموارث في الإسلام : يعمل نظام الموارث على تفتيت الثروات وعدم تكديسها. حيث تقسم الثروات بوفاة صاحبها على ورثته حسب الأنصبة المذكورة في الشريعة.
5. الصدقات والأوقاف : تعد الصدقات والأوقاف من خصائص الاقتصاد الإسلامي التي تعمل على تحقيق التكافل الاجتماعي، وتغطية حاجات الفقراء في ظل هذا النظام.
6. تغليب المنفعة العامة على المنفعة الخاصة عند التضارب.
7. مراقبة السوق : لكن دون التدخل في تحديد السعر عن طريق بما يسمى المحتسب.
8. الشفافية : حثَّ الإسلام على الشفافية في المعاملات ،فقد منع رسول الله ﷺ التجار من تلقي القوافل القادمة (منع تلقي الركبان).
- 9.

### الفرع الثاني :محظورات شرعية لتجنب الأزمات:

إنما الدين المعاملة والاسلام ليس محصورا في الصوم والصلاة بل يمس جميع جوانب الحياة واهتم بكل ما يمكن ان يواجهه المسلم في حياته فنظم حتى حياته الاقتصادية من خلال رسم المبادئ التي يقوم عليها الاقتصاد والتي ذكرناها سابقا، كما نناه عن مجموعة من المعاملات والبيوع، التي قد تؤدي به إلى ما لا يحمد عقباه، ويأتي على رأس هذه المحظورات التعامل بالربا والغرر في التعامل، والمقامرة والاحتكار... الخ، ولو نتأمل

<sup>1</sup> حسن مدني، "الاقتصاد الاسلامي"، المكتب التعاوني للدعوة وتوعية الجاليات الربوة، الرياض 2008، ص ص:5-6

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

في الأزمات المالية والاقتصادية التي عرفها العالم في عدة مناسبات لوجدنا أن التعامل بالمحظورات التي ذكرناها هي السبب الأساسي في حدوثها .

سنحاول من خلال هذا الفرع التطرق لأهم هذه المحظورات:

### 1. تحريم الربا سواء على الودائع أو على القروض:

لقد جاء تحريم الربا في عدة آيات قرآنية نذكر منها قوله ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۚ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ ۗ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ ۗ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ (275) يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُزِيلُ الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ (276)﴾ البقرة، ويقول سبحانه أيضا ﴿وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ رِبَاً لِيَرْبُوَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُوَ عِنْدَ اللَّهِ وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ زَكَاةٍ تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَئِكَ هُمُ الْمُضَعِفُونَ﴾ الروم 39.

كما نعت العديد من المجامع الفقهية عن التعامل في مختلف المعاملات التي تشوبها الربا ومنها تلك القرارات المتخذة في مؤتمر مجمع البحوث الإسلامية في القاهرة بتاريخ 15 جوان 1975 والتي كانت كالاتي:<sup>1</sup>

- ✓ الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم لا فرق في ذلك بين ما يسمى القرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الانتاجي لأن نصوص الكتاب والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين.
- ✓ كثير الربا وقليله حرام كما يشير إلى ذلك الفهم الصحيح في تحريم النوعين.
- ✓ الاقتراض بالربا محرم لا تبيحه حاجة ولا ضرورة، والاقتراض بالربا محرم كذلك ولا يرتفع إثمه عن المقرض إلا إذا دعت الضرورة.
- ✓ الحسابات ذات الأجل وفتح الاعتماد بفائدة وسائر أنواع الإقراض نظير فائدة كلها من المعاملات الربوية المحرمة.

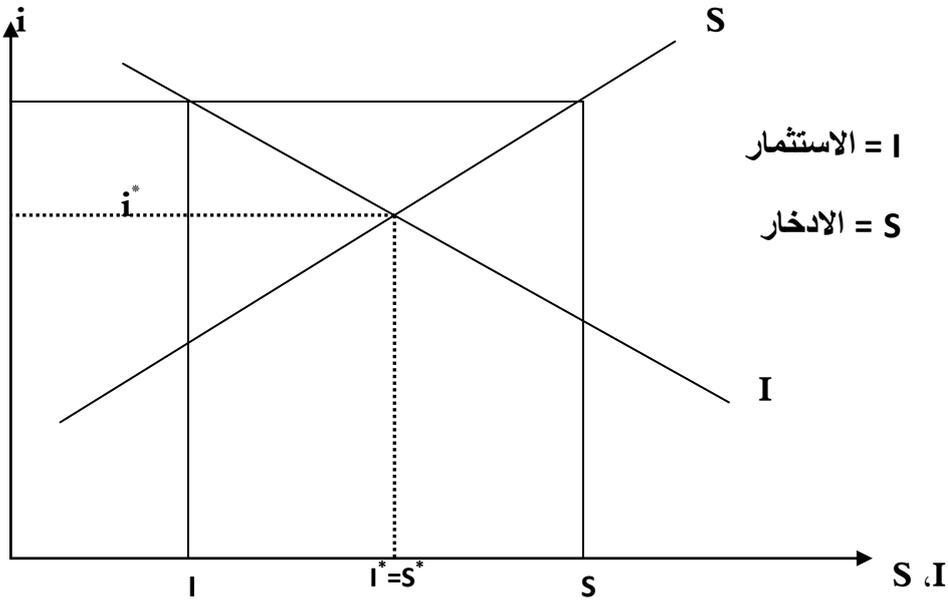
فالربا أو الفائدة كما صارت تسمى هي أساس عمل البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، فصارت تعتبر عائدا لرأس المال، وأن التعامل به أمر طبيعي، مع ما قد تسببه من مشاكل اقتصادية واجتماعية، كما رأينا سابقا، وعندما حرم الاسلام التعامل بالربا فإنما حرمه لما فيه من ظلم وخيانة للأمانة (المال مال الله) كما يؤدي إلى سوء توزيع الثروة في المجتمع، ويعتبر الكينزيون الجدد "ان ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار

<sup>1</sup> صبري هارون، مرجع سابق، ص: 147

## الفصل الثاني:.....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

وهذا عكس ما ذهبت اليه نظرية التحرير المالي، حيث أنه مع ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع ينخفض الطلب الفعال بسبب انخفاض معدل الربح، فينخفض كل من الاستثمار والانتاج<sup>1</sup> ويتضح ذلك من خلال الشكل الموالي

الشكل (03): الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الاستثمار



المصدر: Venet، université paris 3، "les critiques de la théorie de la libération financière"، Baptiste، Dauphine، 2000، p:416

فمن خلال الشكل اعلاه يبدو جليا ان سعر الفائدة يتناسب عكسا مع الاستثمار فكلما ارتفع معدل الفائدة شجع الافراد على الادخار مقابل هذا المعدل وكلما كان المعدل اقل كلما كان اتجاههم نحو الاستثمار وهذا هو الغرض الأساسي من تحريم الربا أي محاربة الاكتمال والحث على تنمية المال من خلال العملية الاستثمارية.

ولأن الربا عنصر خفي محفز على التضخم فقد نبه اقتصاديون غربيون كبار لهذا الأثر الضار، فارتفع سعر الفائدة ساعد على زيادة اعباء القروض العقارية، وتوقف العديد من كبار المقرضين عن السداد، وهذا ما فجر الفقاعة العقارية، وأحدث الانهيارات المتتالية، ولا غرابة أن نجد من الغربيين من يقترح للخروج من الأزمة تعديل

<sup>1</sup> Venet، Baptiste؛ "les critiques de la théorie de la libération financière"، université paris 3 Dauphine، 2000، p:415

## الفصل الثاني: .....التعاملات المالية غير الأخلاقية وتأثيرها في وقوع الأزمات المالية

معدل الفائدة إلى حدود الصفر، وتعديل معدل الضريبة إلى حدود 2% وهذا ما يتقارب تمامًا مع إلغاء الربا ونسبة الزكاة في النظام الإسلامي.<sup>1</sup>

2. محاربة القمار والغرر: لقد نهى الإسلام عن القمار والغرر ولعل القمار هو جزء من الغرر في المعاملات الذي يكون في مواضع كثيرة، كالغرر في صيغة العقد (بيعتين في بيعة، صفقتين في صفقة، بيع العربان، بيع الحصاة، بيع المنابذة، بيع الملامسة، العقد المعلق والعقد المضاف...) <sup>2</sup> والغرر في محل العقد (الجهل بذات المحل، الجهل بأجل المحل، عدم القدرة على تسليم المحل، التعاقد على المعدوم وعدم رؤية المحل).<sup>3</sup>

فاجتناب الغرر هو مبدأ من مبادئ المعاملات في الاقتصاد الإسلامي، ويقصد به بشكل عام هو الدخول في عقد يشوبه خطر كبير وضبابية متعلقة اما بالسلعة المتعاقد عليها طبيعتها وجودتها أو التسديد أو صيغة العقد، فيكون عقدا لا يحتوي على تفاصيل ومعلومات كاملة.

فالممارسات الحالية لعديد من المؤسسات وخاصة المؤسسات المالية وشركات التأمين في أسواق العقود المستقبلية وأسواق الخيارات لا تتوافق مع الشريعة الإسلامية بسبب احتوائها على عناصر الغرر والفائدة الربوية.. الخ.

ما يمكن استخلاصه في الأخير هو ان الاقتصاد الإسلامي يعمل على ربط التمويل بالنشاط الاقتصادي الحقيقي، فيشجع على زيادة التمويل برأس المال بدل التمويل بالدين اعتمادا على الأرباح وليس الفوائد الربوية، فتكون المشروعات قائمة على الأصول وليس مشروعات وهمية أو مشتقات قائمة على الربا والغرر في التعامل، فهو يحارب مجموع الممارسات غير الأخلاقية التي كانت سببا مباشرا في جميع الأزمات المالية والاقتصادية التي عرفها العالم وسيعرفها مادامت هذه الممارسات موجودة.

<sup>1</sup> احمد فراس العوران، "الأزمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اسلامي"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، فرع الاردن، ط1، 2012، ص:241

<sup>2</sup> الصديق نجاد الامين الضيرير، "الغرر وأثره في العقود في الفقه الاسلامي"، دار الجيل، بيروت، ط2، 1990، ص:76-77

<sup>3</sup> صبري هارون، مرجع سابق، ص:161

## خلاصة الفصل الثاني

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل هو أن الأزمة بصفة عامة عبارة عن حدث غير متوقع يؤدي إلى خسائر كبيرة في الاهداف المحددة مسبقا ويستلزم اتخاذ تدابير لمواجهتها ، كما ان للأزمة أصناف منها ما هو أمني ،سياسي ،اقتصادي أو مالي...إلخ.

من أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية والاقتصادية هي أسباب أخلاقية بالدرجة الاولى ، متمثلة في وسائل الغش والخداع والغرر في مختلف صوره خاصة بما يسمى المضاربة غير الشرعية أو غير النزيهة ، كما تعود أسباب الأزمات المالية كذلك إلى سعر الفائدة أو ما يسمى شرعا بالفوائد الربوية التي تؤدي إلى عدة مخلفات سلبية بتراكمها تساهم في حدوث الأزمات المالية.

كما لاحظنا من خلال هذا الفصل أن جميع هذه الأسباب سواء الأخلاقية أو الفوائد الربوية قد نهي عنها الاسلام في القرآن والسنة فيما يسمى الاقتصاد الإسلامي ، فأحل البيع وحرم الربا ، ونهى عن الغرر والاحتيال والتدليس...إلخ في المعاملات المالية والتجارية أي حث على الصدق والشفافية عند التعامل بما يخدم مصلحة الأمة .

## الفصل الثالث:

### صكوك الاستثمار الإسلامية:

تعريفها ، إصدارها وتداولها

### تمهيد

كنا قد تناولنا في الفصول السابقة أهم التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالأدوات المالية التقليدية من أسهم وسندات ومشتقات مالية ووجهة النظر الشرعية لهذه الأدوات وما تحتويه من مخالفات ،ثم تطرقنا إلى أهم المعاملات غير الأخلاقية والتي يكون هدفها الأساسي هو التحايل من أجل الكسب السهل وبالتالي اكل مال الناس بالباطل سواء بالغرر أو التدليس والربا...إلخ

و من خلال هذا الفصل سنتطرق إلى أهم البدائل التي يقترحها العالم الاسلامي والتي اصبحت تنمو بشكل ملحوظ في السنوات الاخيرة ،ألا وهي الصكوك الاستثمارية الاسلامية ،والتي تعتبر وسيلة من وسائل التمويل والتي يمكن في حالات كثيرة ان تكون قابلة للتداول كما هو الحال بالنسبة للأدوات التقليدية لكن مع احترام المعايير الشرعية.

لأجل ذلك فقد قسم هذا الفصل إلى مجموعة من المباحث التي تتناول النقاط التالية:

- ماهية الصكوك الاستثمارية الاسلامية؛
- انواع الصكوك الاسلامية؛
- اصدار وتداول الصكوك في حدود المعايير الشرعية.

## المبحث الأول: ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية

لصكوك الاستثمار الاسلامية خصائص تميزها عن الأدوات المالية التقليدية، فهي ذات علاقة بمبادئ اسلامية ومبادئ اقتصادية سنحاول ابرازها كما يلي:

### المطلب الأول: الاستثمار في الاسلام

كثيرا ما نسمع بالاستثمار في الاسلام، فهل يختلف الاستثمار في الاسلام عن مفهومه التقليدي؟ وهل له ضوابط خاصة به؟

### الفرع الأول: مفهوم الاستثمار في الاسلام

يغلب على المسلم من الناحية الاقتصادية اتجاهه نحو الرزق أو الكسب الحلال الطيب والإنفاق المقتصد، وادخار الفائض ليوم الحاجة، ولذلك يقوم المسلم باستثمار مدخراته في المجالات المختلفة بهدف النماء والمساهمة في عمار الأرض، بعيدا عن الممارسات غير الأخلاقية والتي تضر بإخوانه المسلمين كالاحتكار، فعن عمر بن الخطاب رضي الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: "من احتكر على المسلمين طعامهم ضربه الله بالجدام والإفلاس" رواه ابن ماجه. والجدام هو مرض جلدي يعرف بالبرص.

يعرّف عدد من علماء الاقتصاد الإسلامي الاستثمار بأنه: "تنمية المال شرط مراعاة الاحكام الشرعية عند استثماره، فهو ثمرُ المال ونمائه في أي قطاع من القطاعات الانتاجية سواء كان ذلك في التجارة أو الصناعة أو غيرها من الانشطة الاقتصادية الاخرى"<sup>1</sup>.

### 1. أهداف الاستثمار في الإسلام

أهداف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ربط الاستثمار بالقيم الشرعية والأخلاقيات السلوكية، وحصره في السلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة، ومراعاة الأولويات في إدارة النشاط الاقتصادي وهي الضروريات والحاجيات والتحسينات، وأداء حق الله في المال المستثمر بالزكاة والصدقات انطلاقاً من أن المال مال الله، ونحن مستخلفون.

<sup>1</sup> احمد الصغير قراوي، "محددات وموجهات الاستثمار من منظور إسلامي"، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 25-28 ماي 2003، ص:256

وهناك أيضا أهداف أخرى عامة يتفق فيها الاستثمار الإسلامي مع غيره وهي<sup>1</sup>:

- المحافظة على أصل المال وبتدرج في عنصر حفظ المال الذي هو إحدى الضروريات الخمس التي جاءت بها الشريعة.
- تحقيق الربح بأكبر نسبة ممكنة ، ما يزيد من أصل المال وهي تقتضي لفظ الاستثمار ومعناه ، فلا يجوز تدخل الدولة إلا في حالة معينة.
- توافر السيولة لإمكان استرداد الأموال واستعمالها عند الحاجة لأن للمال وظائف ، وكما قد تحمل تلك الوظائف المتاحة بكنز المال فقد تحمل بربطه دائماً بالاستثمار مما يحول دون إنفاقه.

## 2. خصائص الاستثمار في الإسلام

مما سبق تتضح خصائص الاستثمار الاسلامي فيما يلي :

- الالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية والسلوكية الحسنة.
- الالتزام بالمشروعية لإسلامية ( القواعد الشرعية للمعاملات المالية).
- تأمين الحاجات في المستقبل ولاسيما في حالات الفقر والحاجة.
- تأمين حاجات الذرية بعد الموت لأجل التواصل.
- الوفاء بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية تجاه المجتمع.
- أداء الحقوق المشروعة في المال المستثمر ومنها الزكاة والصدقات.

## 3. أسس الاستثمار الإسلامي

يقوم الاستثمار الإسلامي علي الأسس الآتية:<sup>2</sup>

- ◀ السعى نحو الربح الحلال الطيب وتجنب الكسب الحرام الخبيث .
- ◀ تجنب المعاملات التي فيها شبهات، فالحلال بين والحرام بين وبينهما أمور مشبهات لا يعلمهن كثير من الناس فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه وعرضه .

<sup>1</sup> خليفة الغفلي ،"أساليب الاستثمار وضوابطه في الاقتصاد الاسلامي" ،رؤية يومية اماراتية ،عدد 2013/07/14

<http://www.alroeya.com/node/37866>.

<sup>2</sup> حسين شحاتة ،"الضوابط الشرعية للمعاملات المالية" ،سلسلة فقه رجال الاعمال ،بتصرف ،دار المشورة ،القاهرة ،[www.darelmashora.com](http://www.darelmashora.com)

،تاريخ المطالعة:2014/05/15 ،ص:4

◀ تجنب مجالات الاستثمار ذات المخاطر العالية والتي لا يمكن تحملها فالمحافظة على المال وتنميته من مقاصد الشريعة الإسلامية.

◀ الالتزام بفقه الأولويات الإسلامية في اختيار المشروع الاستثماري وهي : الضروريات فالحاجيات فالتحسينات.

### الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للاستثمار في الإسلام

يحكم استثمار الأموال في الإسلام مجموعة من الضوابط الشرعية والتي يجب الالتزام بها ،كلها مستنبطة من مصادر الشريعة الإسلامية ،وتتسم بالثبات والواقعية والموضوعية والشمولية والتوازن والتحفيز ، كما أنها تقوم على القيم والسلوكيات الحسنة ،وتعمل على تحقيق التنمية المستدامة للمجتمع .

ومن أهم هذه الضوابط ما يلي <sup>1</sup>:

1. مشروعية النشاط والتعامل : أي أن يكون مجال الاستثمار مشروعاً ذا نشاط حلال لا تنتج إلا طيباً لقوله عز وجل كذلك : ﴿وَجِلُّ لَهُمُ الطَّيِّبَاتِ وَيُحَرِّمُ عَلَيْهِمُ الْخَبَائِثَ﴾ الأعراف:157 ، كما يخلو التعامل به من محرمات كالربا والاحتكار والغرر والمقامرة والجهالة وكل ما يؤدي إلى أكل أموال الناس بالباطل .
2. الأولويات الإسلامية : يلزم عند ترتيب المشروعات الاستثمارية بعد الإجازة الشرعية وأن يكون مجالها الطيبات ،هو الالتزام بسلم الأولويات الإسلامية وهي : الضروريات فالحاجيات فالتحسينات ،ولقد ذكر الإمام الشاطبي : " أن الضروريات هي الأشياء والمصالح التي لا تستقيم حياة الناس إلا بها ،والا اختل نظام حياتهم ،والحاجيات هي ما يحتاجه الناس للتوسعة والتيسير ورفع المشقة ،أما التحسينات فهي الأشياء والأمور التي تسهل الحياة وتحسنها "
3. الحفاظ على الأموال : يقوم الاستثمار الإسلامي كأى استثمار على المخاطرة ،إلا أنه يحرص على ان يكون هناك توازناً بين المخاطرة والربحية ،فلا يجب الدخول في مخاطرة غير مجدية والتي تؤدي إلى هلاك المال . ومن ناحية أخرى يجب اتخاذ التدابير المختلفة للمحافظة على المال من السرقة والابتزاز وأكله بالباطل ،ولقد أشار القرآن إلى ذلك بقول الله عز وجل: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنْكُمْ﴾ ( النساء : 29).

<sup>1</sup> حسين شحاتة ،"الضوابط الشرعية للمعاملات المالية " ،مرجع سبق ذكره ،ص.ص:4-8

4. تنمية المال :و يقصد بذلك اختيار المشروعات الاستثمارية التي تحقق عائداً اقتصادياً مجزياً بجانب العوائد الاجتماعية، وعدم اكتناز المال وحبسه عن وظيفته التي خلقها الله له ،وفي هذا الصدد ينهانا الله عن الاكتناز ويحثنا على استثمار المال ،فيقول عز وجل : ﴿وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ الذَّهَبَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ...﴾ إلى آخر الآية ( التوبة : 34 ) ،ومع الانفاق هنا الصدقة والزكاة والانفاق الاستثماري أيضا ،ويحذرنا رسول الله ﷺ من مخاطر حبس المال وروى الطبراني في الأوسط عن أنس بن مالك قال : قال رسول الله ﷺ : (اجتروا في أموال اليتامى لا تأكلها الزكاة)

5. التنوع وتقليل المخاطر : ويقصد بذلك توجيه الأموال المتاحة للاستثمارات إلى عدة مشروعات وبمختلف الصيغ فالتنوع يسهم في تقليل المخاطر ،وتحقيق التنمية الشاملة للمجتمع الإسلامي .

6. ربط الكسب بالجهد وبالمخاطرة : يقوم الاستثمار الإسلامي على أساس المشاركة والتفاعل بين العمل ( الجهد البشري ) وبين رأس المال ،ولكل نصيب من الكسب بمقدار الجهد المبذول ،فلا كسب بلا جهد ،ولا جهد بلا كسب ،والغاية من هذا هو التحفيز على العمل والعطاء وتطوير الأداء وتحسينه ،وهناك علاقة سببية مباشرة بين مقدار الكسب وما يتعرض له الاستثمار من مخاطر ،فكلما زادت المخاطر كلما طلب أصحاب المشروعات ربحية عالية.

7. توزيع عوائد الاستثمارات على أساس العُثم بالغرم : من المبادئ الأساسية للنظام الاقتصادي الإسلامي مبدأ "الغنم بالغرم" و هو مبدأ يقرر العدل في المعاملات ،إذ لا يصح أن يضمن الإنسان لنفسه مغنماً(عائدا) ويلقى الغرم(المخاطرة والخسارة) على عاتق غيره ،وتتضح هذه القاعدة عند تطبيقها في المعاملات الشرعية ،ويتجلى الظلم في أنظمة المعاملات غير الإسلامية عندما يعيش المدخرون على عوائد مدخراتهم دون أن يخاطروا باستثمارها ،بحيث لا يقدمون أي عمل فينالون مغنماً.

8. المعلوماتية والتوثيق :و يقصد بذلك أن يعلم كل طرف من أطراف العملية الاستثمارية مقدار ما يساهم به من مال وعمل ومقدار ما يأخذه من عائد ،ومقدار ما يتحمل به من خسارة إذا حدثت ،وأن يكتب ذلك في عقود موثقة حتى لا تحدث جهالة وغرراً .. ويؤدي ذلك إلى شك وريبة ونزاع ... ولقد تناول القرآن الكريم هذه المسألة في آية الكتابة فيقول الله عز وجل : ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَى أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئاً فَإِنْ كَانَ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ سَفِيهاً أَوْ ضَعِيفاً أَوْ لَا يَسْتَطِيعُ أَنْ يُمْلَئَ هُوَ فَلْيُمْلِلِ لِهُ بِالْعَدْلِ

وَاسْتَشْهِدُوا شَهِيدَيْنِ مِنْ رِجَالِكُمْ فَإِنْ لَمْ يَكُونَا رَجُلَيْنِ فَرَجُلٌ وَامْرَأَتَانِ مِمَّن تَرْضَوْنَ مِنَ الشُّهَدَاءِ أَنْ تَضِلَّ إِحْدَاهُمَا فَتُذَكِّرَ إِحْدَاهُمَا الْأُخْرَى وَلَا يَأْبَ الشُّهَدَاءُ إِذَا مَا دُعُوا وَلَا تَسْأَمُوا أَنْ تَكْتُبُوهُ صَغِيرًا أَوْ كَبِيرًا إِلَىٰ أَجَلِهِ ذَلِكُمْ أَفْسَطُ عِنْدَ اللَّهِ وَأَقْوَمُ لِلشَّهَادَةِ وَأَدْنَىٰ أَلَّا تَرْتَابُوا ﴿ ( البقرة : 282 ) .

### المطلب الثاني: ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية

يوضح هذا المطلب ماهية صكوك الاستثمار الاسلامية من خلال التطرف إلى التعريف بها و بتاريخ نشأتها و المراحل الأساسية بتطورها.

#### الفرع الأول: تعريف صكوك الاستثمار الاسلامية.

يمكن تقسيم كلمة صكوك (جمع صك) الاستثمار الاسلامية إلى ثلاث كلمات :صكوك-استثمار-اسلامية

● **كلمة صك :** تعني كلمة صك لغةً هي الضرب الشديد بالشيء العريض ،وقيل هو الضرب عامة بأي شيء كان ،صَكَّهُ يَصْكُهُ صَكًّا.

قال ابن منصور : والصك الذي يكتب للعهد معرّب اصله ويجمع صكاكا وصكوكا ،وكانت الارزاق تسمى صكاكاً لأنها كانت تخرج مكتوبة ومن ذلك حديث أبي هريرة :قال لمروان أحللت بيع الصكك ،وهي جمع صكّ وهو الكتاب ،إذ أن الامراء كانوا يكتبون للناس بأرزاقهم وأعطياتهم كتباً فيبيعون ما فيها قبل أن يقبضوها معجلاً ويعطون المشتري الصكّ ليمضي ويقبضه ،فنهوا عن ذلك لأنه يبيع ما لم يقبض.<sup>1</sup>

الصك هو الكتاب الذي يكتب في المعاملات والتقارير وجمعه صكوك<sup>2</sup> ،ويطلق الصك على ما يكتب فيه من الورق ونحوه من الحقوق ،لكنه يستعمل مجازاً في الحقوق أو الديون الثابتة فيه ،وبهذا يتضمن التصرف في الصك كورقة ،التصرف فيما يحتويه من حق أو دين<sup>3</sup>

● **الإستثمار :** تعني تلك العملية التي تسمح بتجديد وتنمية رأس المال ،كما تعني ذلك القرار الذي يسمح للفرد ،المؤسسة أو المجموعة التأثير على موارده من خلال تنمية مخزون السلع المنتجة .<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد بن مكرم بن منظور الافريقي المصري جمال الدين أبو الفضل ،"معجم لسان العرب " ،دار المعارف ،القاهرة ،ج4 ،ص2475.

<sup>2</sup> الرافي احمد بن محمد بن علي المقرئ الفيومي ،"المصباح المنير في غريب الشرح الكبير " ،المكتبة العلمية ،بيروت ج1 ،ص345.

<sup>3</sup> ابن رجب الحنبلي ،"القواعد " ،مكتبة نزار مصطفى الباز ،مكة المكرمة ،ج1 ،ط2 ،1999 ،ص:92.

<sup>4</sup> <http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/investissement/44113>

يمكن أن نعرف الاستثمار إذا على أنه محاولة الاستغلال الامثل للموارد المتاحة سواء كانت مادية ،مالية أو بشرية للفرد أو الجماعة من أجل الحصول على قيمة مضافة سواء كانت مبتكرة أو تنمية للموارد المستغلة.

تعرف صكوك الاستثمار الاسلامية حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية من خلال المعيار الشرعي رقم (17) بأنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ،وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت لأجله " <sup>1</sup>

مما سبق يمكن أن نعرف صكوك الاستثمار الاسلامية على أنها : " وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص ،يتم إصدارها بهدف تمويل المشاريع الاستثمارية بعدة طرق على أن تصدر وفق عقد شرعي يتم احترام أحكامه " .

#### الفرع الثاني: تاريخ الصكوك الاسلامية.

بدأت فكرة الصكوك الاسلامية سنة 1983 عند بدأ عمليات أول بنك اسلامي في ماليزيا وهو بنك اسلام ماليزيا ،وحيثما اتضح لمسؤولي البنك المركزي الماليزي ان بنك اسلام ماليزيا يتجنب تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة كونها مخالفة للشريعة الاسلامية مما ادى بالبنك المركزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على الربا. <sup>2</sup>

نشير هنا بصفة خاصة للتجربة الأردنية حيث تعد المملكة الأردنية الهاشمية أول من قدم مفهوم سندات المقارضة فقد كانت البداية عند بدء العمل لوضع مشروع قانون البنك الاسلامي الاردني ،حيث تم ضم الفكرة في مادة من مواد القانون المؤقت للبنك ،بناء على فكرة أحد المشاركين في وضع مشروع القانون رقم (3) لسنة 1978م ،ألا وهو الدكتور سامي حسن حمود \* .

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية " ،اصدارات هيئة المحاسبة والمراجعة للهيئات المالية الاسلامية ،البحرين ،2010 ،ص :245.

<sup>2</sup> "صكوك الاستثمار الإسلامية تقفز عالميا مع تعدد المنتجات التابعة لها " ،يومية الاقتصادية (النسخة الالكترونية) ،

http://www.aleqt.com/2007/02/11/article\_77727.html لسعودية ،2007/02/11 ،

\* تحصل على شهادة الدكتوراه سنة 1976 ، يعود له الفضل الكبير في انشاء البنك الاسلامي الاردني ،كما له عدة مؤلفات و أبحاث تصب في خدمة الصيرفة و الاقتصاد الاسلامي.

لقد تشكلت لجنة متخصصة لدراسة الفكرة فقها وتطبيقيا، وآلت المناقشات إلى اعتماد سندات المقارضة أسلوبا تمويليا، وصدر بشأنها قانون خاص مؤقت يحمل رقم (10) لسنة 1981، وبعد صدور قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) و88/08/4 الخاص بسندات المقارضة أصدر البنك الإسلامي للتنمية شهادات استثمار تمثل ملكية المستثمرين.<sup>1</sup>

كما تمكن المصرف المركزي السوداني في عام 1999م، من إصدار شهادات مشاركة المصرف المركزي (شهم) وشهادات المشاركة الحكومية (شهامه)<sup>2</sup>، كأدوات مالية إسلامية تؤدي وظيفة السوق المفتوحة على نحو شرعي، وتتميز بدرجة من المرونة تساعد البنك المركزي على إدارة السيولة عموما، وإدارتها في الجهاز المصرفي على وجه الخصوص، بهدف الحد من التضخم.

قام المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية CIBAFI برصد تاريخ الصكوك والمراحل التي مرت بها في الفترة ما بين 1986 وبين 2009 نذكرها كما يلي<sup>3</sup>:

1. أكتوبر 1986: أكد مجمع الفقه الإسلامي الدولي على أهمية موضوع سندات المقارضة، كما كلف باحثين متخصصين لتمكينه من اتخاذ القرار الصائب بشأن هذه السندات.
2. فيفري 1988: أصدر مجمع الفقه الإسلامي الدولي الصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة.
3. مارس 1990: قام المجمع بإصدار فتوى مفادها تحريم السندات واقتراح البديل لها وهو الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة.
4. جانفي 2002: أصدرت رابطة العالم الإسلامي وهي تعتبر الجهة الثانية المعتمدة بعد مجمع الفقه الإسلامي الدولي، فتوى ثانية بتحريم التعامل بالسندات وعدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في السوق الثانوية.
5. ماي 2003: قامت جهة ثالثة ألا وهي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بتحديد أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها.
6. مارس 2004: قام مجمع الفقه الإسلامي الدولي بتوضيح الأحكام والضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أنه أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتملك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.

<sup>1</sup> عمر مصطفى جبر اسماعيل، "سندات المقارضة واحكامها في الفقه الاسلامي"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1، 2006، ص.ص: 89-90

<sup>2</sup> عثمان حمد مجد خير، "تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية"، عرض مقدم في ورشة عمل الصكوك الاسلامية: تحديات، تنمية وممارسات دولية، الاردن، 6-7 شعبان 1431، ص: 4

<sup>3</sup> علاء الدين زعتري، "الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"

2013/07/20، <http://www.alzatari.net/research/696.html>.

7. جوان 2006: أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك مثل موجودات مختلطة ما بين أعيان ومنافع ونقود وديون.
8. سبتمبر 2007: جاء دور صندوق النقد الدولي ليؤكد على الطفرة في معاملات التورق الإسلامي حيث تمخضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف، والتأكيد أيضا على أن عددا متناميا من البلدان يفكرون في دخول سوق الصكوك، كما بين الصندوق أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية.
9. فيفري 2008: ظهرت مشكلة الصكوك في هذه المرحلة وتأثرها بالأزمة المالية.
10. أبريل 2008: أصدرت الهيئة الشرعية العالمية للزكاة فتوى مفادها أن أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية تزي زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.
11. جويلية 2008: أكد صندوق النقد الدولي مرة أخرى على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية) والتأكيد كذلك على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر سواء من المسلمين أو من غيرهم، كما أكد الصندوق على أن أبرز التحديات التي تواجه الصكوك هي القوانين والخلاف الفقهي.
12. وفي نفس تاريخ المرحلة السابقة ظهرت الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة، حيث أصدر المجلس الأوروبي للإفتاء عقد الإجارة الواردة على منافع الأعيان، فيمكن بذلك من الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة فهي تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا.
13. جانفي 2009: قام مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض رأس المال النظامي ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.
14. أبريل 2009: أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا، مبينا الأحكام والضوابط الشرعية لوقف الصكوك.
15. أبريل 2009: و هي آخر مرحلة استعرض المجمع خصائص الصكوك وأحكامها، مؤكدا على إيجاد الإطار القانوني لها.

### المطلب الثالث: أهمية الصكوك الاسلامية وخصائصها

و يتفرع هذا المطلب إلى :

#### الفرع الأول : أهمية الصكوك الاسلامية

للصكوك الاسلامية اهمية كبيرة ان تم الاعتماد عليها في الاقتصاد وتوضح اهمية الصكوك من خلال<sup>1</sup>:

- 1- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية من خلال عمليات السوق المفتوحة بما يساهم في تقليص العرض النقدي، وبالتالي خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها.
- 2- تساهم الصكوك الاسلامية في دعم مشاريع البنية التحتية والتنمية بدون فوائد ربوية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام.
- 3- تساعد الصكوك في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
- 4- الصكوك الاسلامية أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- 5- تساهم الصكوك الاسلامية في توفير التمويل اللازم لإنجاح المشاريع الاستثمارية الجديدة من خلال تعبئة موارده من المستثمرين عن طريق طرحها في السوق المالية وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
- 6- تساعد على توفير السيولة اللازمة لتوسيع المشاريع وتطويرها، من خلال تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية المتوسطة والطويلة الأجل.
- 7- تتميز الصكوك وخصوصا صكوك الإجارة بأنها أداة تمويل خارج الميزانية حيث إن ملكية الأعيان المؤجرة المصككة، والموعدو بتملكها في نهاية مدة الصكوك مملوكة لحملة الصكوك طوال مدة التصكيك، والواجب في ذمة الشركة المتمولة بالصكوك إنما هو دفع الأجرة لحملة الصكوك فحسب وهي نفقة إرادية، وذلك على العكس في حال اقتراض تلك الجهة لتمويل شراء بعض الأصول مما يؤدي إلى زيادة في قائمة المطلوبات لكونها نفقة رأسمالية، كما أن لذلك مزايا أخرى فيما يتعلق بالموجودات الزكوية للشركة والضرائب وغير ذلك.

<sup>1</sup> "الصكوك الاسلامية، انواعها ومخاطرها"، دراسات اقتصادية، /14/02/2012/ar/studies/www.icn.com

8- التمويل بالصكوك لا يؤثر في الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث إن كثيرا من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، بل والإقليمية، مما يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان، وعليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبوابا ائتمانية جديدة.

#### الفرع الثاني: خصائص الصكوك الاسلامية واختلافها عن الأسهم والسندات

للصكوك الاسلامية خصائص تميزها عن الأدوات المالية التقليدية و نخص بالذكر هنا كل من السندات

التقليدية و الأسهم.

### 1. خصائص صكوك الاستثمار الاسلامية.

يمكن ان نعدد خصائص صكوك الاستثمار الاسلامية في ما يلي :

#### 1.1 خلو الصكوك الاسلامية من الفوائد الربوية : إن أهم خاصية تميز الصكوك الاسلامية عن غيرها من

الاوراق المالية هي عدم التعامل بالفوائد الربوية لما فيها من الحرمة والتحذير منها في قوله تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴾ (278) فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۗ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِنَّكُمْ لِرُءُوسِ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (279) ﴿ من سورة البقرة، فيتوعد الله من خلال هذه الآية المرابين بالحرب، وفي الحديث يقول رسول الله ﷺ " الربا سبعونا حوبا أيسرها أن ينكح الرجل أمه " والحب هو الإثم وقيل أيضا هو الباب ومن الآية والحديث الشريف والعديد من الآيات والأحاديث التي لم نذكرها يتضح ذلك النهي الشديد والوعيد لمن يسعى وراء الربا، والأكد أن كل ما نهي عنه الله ورسوله إلا ومن ورائه حكمة، واصل دليل على ذلك هو اسباب الازمات التي سبق لنا ذكرها والتي كان يحضر فيها دائما ما يسمى بسعر الفائدة (الربا) رغم تنوع الازمات.

#### 2.1 الصكوك متساوية القيمة تسعى لتمويل نشاط مباح : تمثل الصكوك الاستثمار حصة شائعة في ملكية أصل

وليست دينا بفائدة ويتم إصدارها في شكل وثائق متساوية القيمة، من خلالها تعمل على تمويل المؤسسات والمشاريع المباحة وليست النشاطات المحرمة كإنتاج الخمر.

#### 3.1 القيام على مبدأ الغنم بالغرم : تقوم الصكوك على مبدأ الغنم بالغرم أي أن حامل الصك سيتحمل الخسارة

وله في الربح المحقق بقدر مساهمته.

**4.1 قابلية الصكوك للتداول :** تعتبر صكوك الاستثمار قابلة للتداول أي يمكن التصرف فيها بكل الطرق الشرعية، كالبيع والرهن والهبة، سواء كان التصرف مع مصدر الصكوك بإطفاء الصك أو استرداده، أو مع غيره. وهذا التداول يخضع حتما لإرادة طرفي التداول وقانون العرض والطلب<sup>1</sup>.

**5.1 حق حملة الصكوك في الادارة :** لحامل الصك الحق في الادارة ويختلف هذا الحق باختلاف الصيغة التي تستثمر حصيلتها والعقد الشرعي الذي يصدر الصك على أساسه والصفة الشرعية لحامل الصك الاستثماري، من حيث كونه بائعا، مشتريا، مضاربا، شريكا، أو وكيل استثمار.

**2. اختلاف الصكوك عن الأسهم والسندات:** كثيرون أولئك الذين يعتبرون أن الصكوك الاسلامية هي البديل الشرعي للسندات التي تعتبر محرمة بكل أنواعها، كما أن الصكوك الاستثمارية ورغم تشابهها مع الأسهم في كونها تمثل ملكية أصول مدرة لعائد أو المشاركة في رأسمال مشروع إلا أن هناك اختلافات بينها وبين الأسهم، ومن خلال الجدول التالي سنحاول توضيح الاختلاف بين الصكوك والأسهم والسندات:

**الجدول (03) اوجه الاختلاف بين صكوك الاستثمار والاسهم والسندات:**

صكوك الاستثمار والسندات	صكوك الاستثمار والأسهم
✓ القيمة الاسمية للصكوك ليست مضمونة على المصدر ومن ثم لا تكون دينا في ذمة المصدر.	✓ إن هيكل إصدار الصكوك يجعل العائد عليها وثنها في السوق أقل تقلبا ومن ثم يكون قابلا للتوقع وأكثر استقرارا.
✓ ما يدفع على الصكوك ليس فائدة مرتبة بالقيمة الاسمية وانما هي ربح مصدره النشاط الذي استخدمت فيه اموال حملة الصكوك.	✓ الصكوك ليست دائمة دوام الشركة المصدرة لها كما هو الحال في الأسهم، بل لها أجل يجري تصنيفها فيه بحسب ما هو منصوص عليه في نشرة الإصدار.
✓ السندات ديون ربوية والصكوك عبارة عن وثائق ملكية لأصل مولد لعائد أو استثمار مدر للربح	✓ لحامل السهم نصيب عند التصفية نصيبه من أصول الشركة قل أو كثر (بعد تسديد الديون)، أما الصكوك فتمكن حملتها من استرداد رأسمالهم أو قريبا منه عند انتهاء مدتها بصرف النظر عن قيمة أصول المصدر للصكوك أو قدرته على سداد ديونه للآخرين.

المصدر: أحمد محمد محمود النصار، "الاستثمار بالمشاركة في البنوك الاسلامية"، دار الكتب العلمية، بيروت 2010، ص.ص: 114-115

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الاسلامي"، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الاسلامي الدولي الدورة 19، من موقعه الرسمي

## المبحث الثاني: أنواع الصكوك الاسلامية

ارتأيت أن أقسّم الصكوك الاسلامية إلى ثلاثة اصناف وكل صنف إلى مجموعة من الصكوك.

### المطلب الأول : الصكوك القائمة على المشاركة

هي صكوك 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 ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو الوكالة بالاستثمار.<sup>1</sup> من خلال هذا الصنف وهذا التعريف يمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من صكوك المشاركة ألا وهي صكوك المشاركة وصكوك المضاربة والوكالة بالاستثمار، سنحاول الولوج إلى مفهوم وآلية كل صنف من خلال ما يلي:

### الفرع الأول : صكوك المشاركة

تعرف صكوك المشاركة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية على انها " وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشراكة بتعيين احد الشركاء أو غيرهم لإدارتها"<sup>2</sup>. يقوم مصدر هذا النوع من الصكوك (وسيط أو طالب الشراكة) بعرضها على الجمهور الراغب في الاكتتاب والذي سيكون شريكا له في مشروع معين، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأس مال المشروع الذي يملكونه من موجوداته بنسبة قيمة ما يحملون من صكوك إلى اجمالي رأسماله، ولهم من غنم المشروع (ربحه) وعليهم من غرمه (خسارته) بحسب تلك النسبة.<sup>3</sup>

1. أنواع صكوك المشاركة: تقسم صكوك المشاركة إلى قسمين وذلك حسب مدة المشاركة ومنها نجد نوعين

المشاركة المستمرة أو الدائمة والمشاركة المؤقتة أو مشاركة منتهية.

1.1 صكوك المشاركة المستمرة : هي صكوك تشبه إلى حد كبير الأسهم من حيث آجالها التي تكون دائمة

، والمكتتبون في هذه الصكوك يبقون شركاء في المشروع إلى غاية نهايته.

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سبق ذكره، ص:239

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص:239 .

<sup>3</sup> عبد الجبار السبهاني، "الوجيز في التمويل والاستثمار وضعيا وإسلاميا"، مطبعة حلاوة، ط1، اربد-الاردن، 2012، ص:118

## 2.1 صكوك المشاركة المنتهية بالتملك : صكوك المشاركة المنتهية بالتملك هي تلك الصكوك التي تنشأ مصدر

الصك والمكتتب ، بحيث يمنح فيها الحق لأحد الشريكين بتملك حصة الشريك الآخر إما دفعة واحدة ، أو بالتدرج على مراحل أو دفعات ، اذ يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصك في كل مرة يتم فيها توزيع الأرباح إن وجدت ، إلى أن يستردوا كامل القيمة الاسمية للصك ، وبذلك يكون الصك قد اطفأ . الفرق إذا بين هذين النوعين ينحصر في شيء واحد هو عنصر الاستمرار ، أو الدوام . ففي المشاركة الثابتة أو الدائمة يقصد كل شريك البقاء في الشركة ، دون نية الخروج منها ، إلا بانتهاء الشركة أو فسخها أو استنفاد أغراضها .

أما في المشاركة المتناقصة فيظل كل شريك متمتعاً بحقوقه ، ملتزماً بجميع التزاماته ، لكن أحدهما وهو حامل الصك في الغالب لا يقصد منذ بدء التعاقد البقاء في الشركة إلى وقت انتهائها ، وإنما يمنح الحق للشريك الآخر في الحل محل في ملكية المشروع ، في حين أن حامل الصك في الشركة الدائمة يقصد البقاء في الشركة حتى نهايتها .

## 2.2 مجال تطبيق صكوك المشاركة وآلية تنظيمها : تمثل صكوك المشاركة الأسلوب المثالي لما يسمى

بالاستثمار الجماعي ، والذي من خلاله يتم توفير رأس المال اللازم لتجهيز وتسيير المشاريع بمساهمة الشركاء الذين يحرصون على مراقبة مشاريعهم لأجل تعظيم أرباحهم التي يتم تقسيمها عليهم كل حسب مساهمته وفي حالة الخسارة فسيتحمل كل مساهم نسبة من الخسارة حسب مساهمته .

يمكن لصكوك المشاركة ان تكون وسيلة فعالة في يد القطاع الخاص الذي قد يحتاج لعملية التمويل لأجل توسيع مشاريعه ، أو لشراء تجهيزات معينة فيطرح هذا النوع من الصكوك على ان يعطى حامل الصك جزء معين من الأرباح حال وقوعها ، كما يمكن ان تستعملها الحكومات بهدف تعبئة الموارد المالية اللازمة لإنشاء المرافق العامة مثل الموانئ ، المطارات ، المستشفيات.... إلخ .

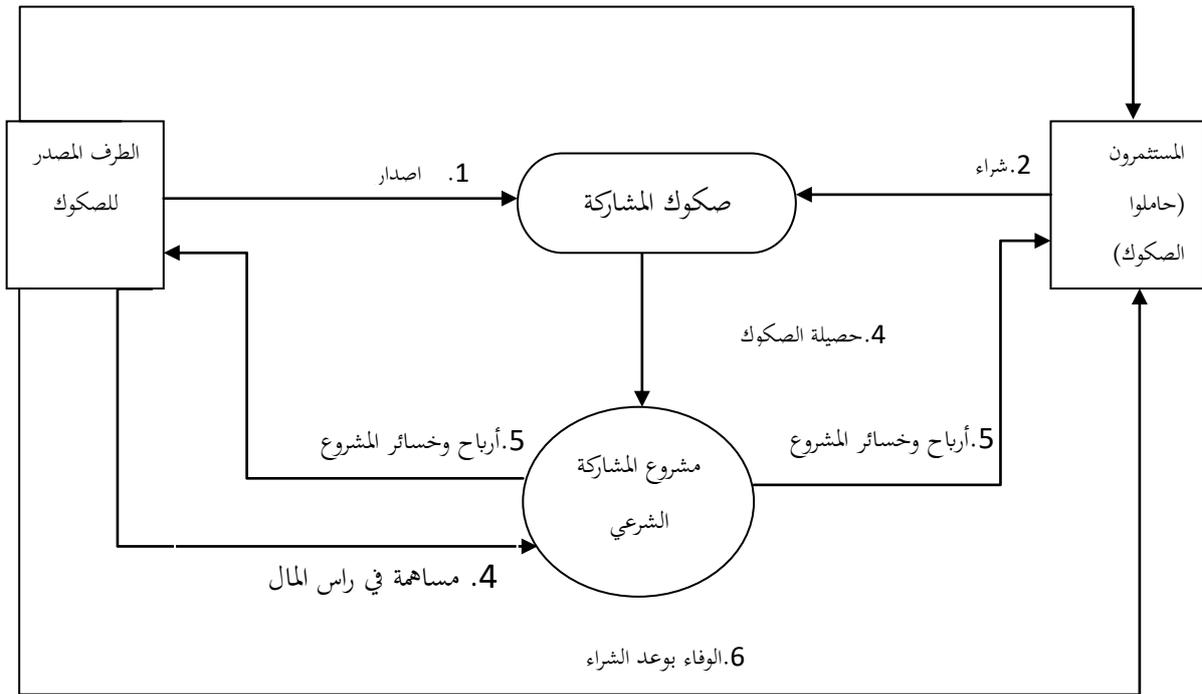
و يتم تنظيم الصكوك كالآتي :

- يقوم الطرف الباحث عن الشريك بإصدار صكوك المشاركة في مشروع شرعي معين .
- يقوم المستثمرون بالاكنتاب في الصكوك المصدرة والتي تمثل مساهماتهم في المشروع ، كما يتعهد مصدر الصكوك بإعادة شراء الصكوك بالقيمة المتفق عليها بعد انتهاء المشروع ، أو عن طريق المشاركة المتناقصة والتي شرحناها سلفاً .

- يتم جمع حصيلة الصكوك مع مساهمة مصدر الصكوك لتكوين رأس مال المشروع ،الذي يكون عادة مسير من طرف الجهة صاحبة المشروع .
  - يتم توزيع الأرباح والخسائر بشكل دوري بين حملة الصكوك والمؤسسة المصدرة.
  - في الأخير يتم إعادة شراء الصكوك من طرف الجهة صاحبة المشروع.
- و يمكن تلخيص عملية المشاركة عن طريق صكوك المشاركة كما يلي :

الشكل (04):تنظيم عملية إصدار صكوك المشاركة

3. وعد بإعادة شراء الصكوك .



المصدر : اعتمادا على آلية الاصدار المذكورة أعلاه

### الفرع الثاني: صكوك المضاربة

تعرف صكوك المضاربة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها"<sup>1</sup>

مُصدّر هذه الصكوك يعرض نفسه مضاربا(مساهما بجهده وخبرته) ،والمكتتبون بهذه الصكوك هم أرباب المال في عقد المضاربة(مساهمة رأسمالية) ،وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة ،ويملك حملة الصكوك صافي أصول وعاء المضاربة زائدا الحصة المتفق عليها مع المصدر (عامل المضاربة ) ويتحملون الخسارة كاملة إن وقعت بغير تعد أو تقصير منه.<sup>2</sup>

#### 1. أنواع صكوك المضاربة : يوجد نوعان من صكوك المضاربة تتعلق بوجهة الأموال أو برغبة حملة الصكوك

في توجيه اموالهم :

(أ) **صكوك المضاربة المطلقة** : وهي الصكوك التي لا يشترط فيها حملة الصكوك توجيه مساهمتهم نوع معين من المشاريع ،فيتركون للمضارب حرية التصرف فيها واختيار المشروع الذي يراه مناسبا ،وذلك من قبيل الثقة في امانة وخبرة المضارب ،والإطلاق مهما اتسع هنا فهو مقيد بمراعاة مصلحة الطرفين لتحقيق الغاية من المضاربة وهي الربح.

(ب) **صكوك المضاربة المقيدة** : وهي المضاربة التي يشترط فيها حملة الصكوك مشروعا معيناً أو مجالا معيناً يستثمر فيه المضارب أموال المضاربة ،ولا يحق له الخروج عنها وإلا اعتبر متعديا.<sup>3</sup>

#### 2. مجال تطبيق صكوك المضاربة وآلية تنظيمها :تعتبر صكوك المضاربة من الوسائل أو الطرق التمويلية التي

أجازتها الشريعة الاسلامية من أجل تحريك عجلة الاستثمار الشرعي وبالتالي عجلة الاقتصاد ،سواء تعلق الأمر بالقطاع الصناعي ،الزراعي أو الخدماتي ،وكما هو الحال في صكوك المشاركة فإن صكوك المضاربة يمكن أن يعتمد عليها القطاع الخاص كأن تطرح مؤسسة ما أو وكيل عنها صكوك مضاربة تكون فيها هي المضاربة بجهدها وخبرتها في مشروع معين على أن يكون جمهور المكتتبين هم الطرف الممول للمشروع

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية" ،مرجع سابق ،ص:239.

<sup>2</sup> عبد الجبار السبهاني ،مرجع سابق ،ص:119

<sup>3</sup> "المعايير الشرعية" ،مرجع سابق ،ص:184-185

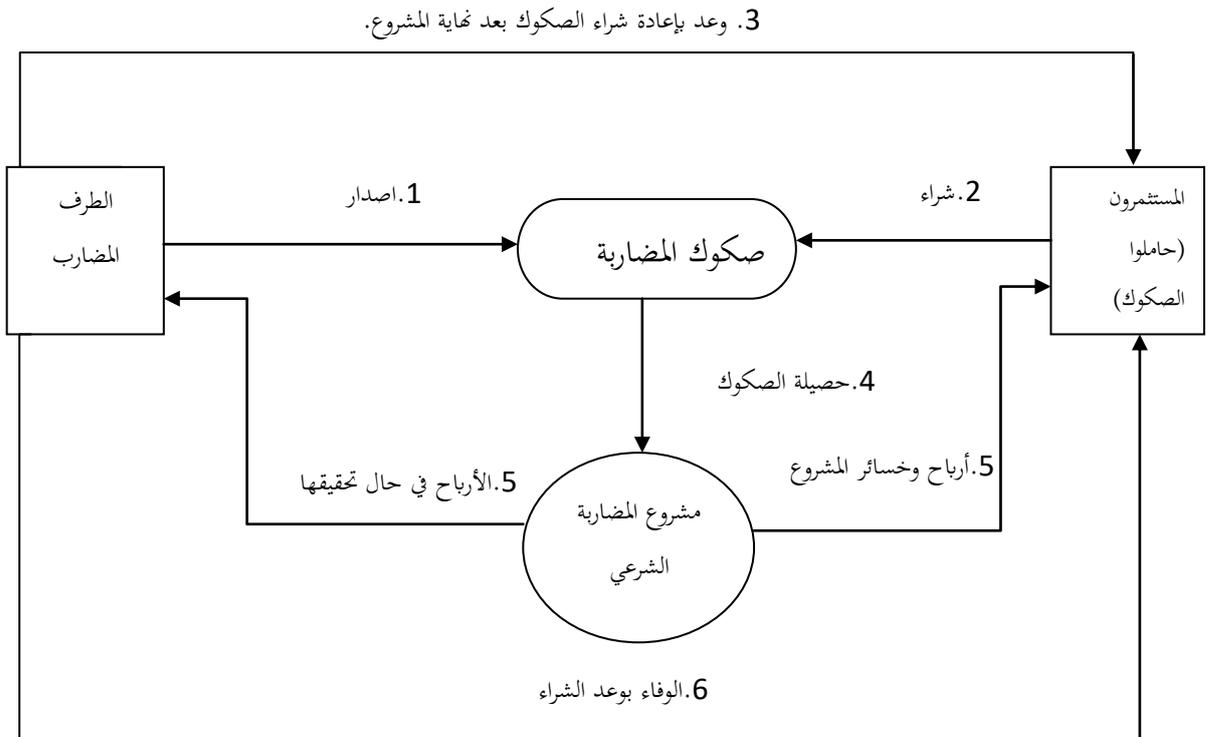
، كما يمكن ان تستعملها الحكومات لإقامة مشاريع تخدم المجتمع من خلالها ،فتكون هي مضاربة بمال

جمهور المكتتبين؛ تكون علاقة المضارب بالمول على الشكل التالي :

- يقوم الطرف المضارب بإصدار صكوك المضاربة بحثا عن ممول للمشروع الشرعي الذي يرغب الاستثمار به.
- يقوم المستثمرون بالاكنتاب في الصكوك المصدرة والتي تمثل رأس مال المشروع ، كما يتعهد المضارب بإعادة شراء الصكوك بالقيمة المتفق عليها بعد انتهاء المشروع.
- يتم جمع حصيلة الصكوك لتكون رأس مال المشروع ،الذي يكون عادة مسير من طرف المضارب.
- يتم توزيع الأرباح والخسائر بشكل دوري بين حملة الصكوك والمضارب ،ففي حالة الربح لكل طرف جزء من الأرباح حسب الاتفاق الأولي ،أما في حالة الخسارة فللمضارب خسارة جهده ورب المال يتحمل خسارة في المال.

و الشكل الموالي يلخص هذه الآلية:

#### الشكل (05) :تنظيم عملية إصدار صكوك المضاربة



المصدر : إعتقادا على آلية الاصدار المذكورة أعلاه

### الفرع الثالث :صكوك الوكالة بالاستثمار

صكوك الوكالة بالاستثمار هي نوع الصكوك التي تعتمد على مبدأ المشاركة أساسا.

1. تعريف صكوك الوكالة بالاستثمار:صكوك الوكالة بالاستثمار حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية "هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها ،المصدر لهذه الصكوك هو الوكيل بالاستثمار والمكتتبون هم الموكلون ،وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره ،ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها ،ويستحقون ربح المشاركة إن وجد"<sup>1</sup>

2. أركان الوكالة بالاستثمار : مما سبق يتضح أن اركان الوكالة بالاستثمار تتمثل فيما يلي:

◀ الموكل : ويتمثل في حملة صكوك الوكالة بالاستثمار أو المكتتبين في هذا النوع من الصكوك ،الذين يوكلون الجهة المصدرة للتصرف بأموالهم في النشاط أو المشاريع التي يرغبون الاستثمار بها.

◀ الوكيل : وهو الطرف المصدر للصكوك ،الذي يعمل على تسيير أموال أصحاب الصكوك لأجل تنميتها من خلال تحقيق الأرباح.

◀ الموكل فيه : وهو النشاط المشروع أو المجال الذي تم تفويض الوكيل ليستثمر فيه أموال الموكل.

◀ الصيغة : والمتمثلة في العقد الذي يربط بين الموكل والوكيل ،حيث يتم توضيح نوع الموكل فيه وأجرة الوكيل وكل الالتزامات والحقوق المتعلقة بطرفي العقد (الموكل والوكيل).

المطلب الثاني : صكوك الاجارة والصكوك القائمة على الدين(صكوك دعم الاستثمار):

سميت مجموعة الصكوك هذه بصكوك دعم الاستثمار كونها لا تعتبر مشاركة في المشاريع ،بل أنها تعمل على تسهيل الحصول على المنتجات الاستثمارية وحتى الاستهلاكية مقابل مبالغ معينة ونجد في هذا الصنف:

الفرع الأول : صكوك الإجارة الاسلامية : لقد أخذت صكوك الاجارة مكانا هاما وسط الصكوك الاسلامية وصارت تتوسع أكثر فأكثر بسبب المزايا التي تحققها وتوفرها للمستثمرين والاقتصاد ككل ،ونتناول في هذا الفرع تعريف صكوك الاجارة الاسلامية ،خصائصها التي تتوفر عليها هذه الصكوك إضافة إلى أنواعها.

1. تعريف صكوك الاجارة الاسلامية : لقد وجدت عدة تعاريف لصكوك للإجارة نذكر منها تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية على انها " وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية" ،مرجع سابق ،ص ص:239-241

أو عين موعود استئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيدلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك"<sup>1</sup>.

ما يعاب على هذا التعريف انه لم يتطرق لمشروعية المشاريع ومدة الايجار.

كما يعرفها مُجَّد مبارك البصمان على انها: "عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية قابلة للتداول، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الاسلامي مرجعا رئيسيا لها"<sup>2</sup>

هذا التعريف بيّن مشروعية المشاريع من خلال تقييد صكوك الاجارة بما يتفق وأحكام الفقه الاسلامي إلا أنه لم يحدد مدة الايجار.

مما سبق يمكن ان أُعرِّف صكوك الاجارة الاسلامية على انها: "مجموعة من الوثائق أو الشهادات المتساوية القيمة قابلة للتداول، تتوافق وأحكام الشريعة الاسلامية، يصدرها المؤجر أو المستأجر أو وسيط مالي، لمدة معلومة، تمثل ملكية أصل مؤجر أو منفعة أو خدمة معلومة، مقابل أُجرة معلومة"

## 2. خصائص صكوك الاجارة : تتميز صكوك الاجارة بمجموعة من الخصائص والمميزات في آن واحد :<sup>3</sup>

1.2. تتشابه صكوك في كثير من خصائص الأوراق المالية من حيث كونها أوراق متساوية ولها قيمة اسمية محددة في نشرة الإصدار والتي توضح حقوق والتزامات أطرافها، كما أنها قابلة للتداول إجمالاً في الأسواق المالية، كما أن صكوك الاجارة غير قابلة للتجزئة في حالة الإرث أو الوصية، إذ يتعين اختيار ممثل عن الورثة مثلاً لينوب عنهم أمام الجهة المصدرة.

2.2. يمكن أن يستفيد من صكوك الاجارة كل من القطاع الخاص أو حتى القطاع العام من أجل تمويل مشاريع الحكومة أو مشاريع البنية التحتية.

3.2. تتميز بالمرونة والسعة: فيمكن أن يصدرها المؤجر أو المستأجر عن طريق وسيط مالي -بنك اسلامي أو مؤسسة مالية متخصصة -بينهما كما يحدث عادة، كما يمكن إضافة وإزالة الشروط بما يسهل عملية التمويل للمستثمرين والراغبين في هذا النوع من التمويل.

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص: 238

<sup>2</sup> مُجَّد مبارك البصمان، "صكوك الإجارة الإسلامية"، دار النفائس، الاردن، ط1، 2010، ص: 21-22

<sup>3</sup> علي محي الدين القرعة داغي، "صكوك الاجارة خصائصها وضوابطها -دراسة فقهية اقتصادية"، الدورة 15 لجمع الفقه الاسلامي 6-11/03/2004

مسقط-سلطنة عمان، ص: 11

### 3. انواع صكوك الاجارة : هناك ثلاثة أنواع من صكوك الاجارة نحاول التطرق لها وهي:

#### 1.3 صكوك الأصول المؤجرة : تعرف هذه الصكوك على أنها : "وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، ولا

تقبل التجزئة، ويمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان مؤجرة، أو موعود باستئجارها، مما يخول ملاكها حقوق هذه الوثيقة، ويترتب عليهم مسؤولياتها"<sup>1</sup>

المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك الأصول على الشيوع بغنمها وقرمها، على أساس المشاركة فيما بينهم.

#### 2.3 صكوك ملكية المنافع : هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها المالك لعين موجودة، أو وكيله، وذلك

بغرض تمليك المنفعة -دون العين - لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك.

يمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي الصكوك، طالما أن المالك لا يمانع من ذلك. أو في ملكية المنفعة للأصل المؤجر.

و بالتالي يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى قسمين:<sup>2</sup>

#### 1.2.3 . صكوك ملكية المنافع الموجودة: و منها نوعان:

أ. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب. وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.

<sup>1</sup> منذر قحف، "سندات الاجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الاسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1995، ص:63

<sup>2</sup> محمد علي بك، "صكوك الاجارة بين التشريع والواقع"، <http://www.startimes.com/?t=25906119>، 2010/10/30.

### 2.2.3. صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة : هي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض

إجارة أعيان موصوفة في الذمة ،واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ،وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.<sup>1</sup>

رغم اختلاف الآراء في حكم جواز هذا النوع من الصكوك بسبب عدم وجود العين لحظة التعاقد إلا أن هناك العديد ممن أخذ برأي المالكية لما ورد في قول الامام ابن القيم رحمه الله في إجازة بيع العينة الغائبة إذا توفرت صفتها ،مع ذكر عدة ضوابط كأن تكون هذه الصكوك متعلقة بمشاريع تنموية ضرورية ،كما أنها ممكنة الوجود في العادة أو العرف ،مع إصدار قوانين تحمي حاملي الصكوك ،واشترط تمتع المؤسسات والبنوك الراعية للإصدار بمركز مالي قوي يؤهلها لتنفيذ هذه المشاريع.<sup>2</sup>

### 3.3. صكوك إجارة الخدمات :تشابه وإجارة المنافع إلا أنها تتعلق بتقديم الخدمات كالتعليم والصحة والاستشارة... إلخ ونجد فيها كذلك<sup>3</sup>:

1.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف معين: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ،وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

2.3.3. صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها ،وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

الفرع الثاني: صكوك المراجعة.

تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة ،وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك " ،والمصدر لتلك الصكوك هو البائع

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية " ،مرجع سابق ،ص:238

<sup>2</sup> قطب مصطفى سانو ،"صكوك الاجارة " ،مجلة مجمع الفقه الاسلامي ،الدورة ال15 ،العدد15 ،ج2 ،2004 ،ص:105

<sup>3</sup> "صكوك الإجارة ما بين التشريع والواقع " ،موقع رقابة للاستشارات المالية ،www.raqaba.co.uk ، تاريخ المطالعة 2015/10/24

لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لبضاعة المراجعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها.<sup>1</sup>

لقد طرحت فكرة صكوك المراجعة في ندوة البركة الثانية المنعقدة بتونس 4-8 نوفمبر 1984، من خلال مداخلة الدكتور سامي حمود، أين قال: "وقد كان بيع المراجعة من أبرز الأمثلة المختارة لبيع الحصص الاستثمارية، باعتبار أنه يمكن معرفة الربح وموعد تحققه بعد أن يتم بيع المراجعة، إضافة لنسبة ما يستحق من الزمن، وما يتبقى من أيام"<sup>2</sup>.

## 1. انواع المراجعة : والمراجعة نوعان :

**1.1 المراجعة في شكلها البسيط :** هذه الصورة كما ذكر المالكية هي: أن يُعرّف صاحب السلعة المشتري بكم اشتراها، ويأخذ منه ربحاً إما على الجملة مثل أن يقول: اشتريتها بعشرة وتربحني ديناراً أو دينارين، وإما على التفصيل وهو أن يقول: تربحني درهما لكل دينار أو نحوه، أي إما بمقدار مقطوع محدد وإما بنسبة.<sup>3</sup>

**2.1 المراجعة للآمر بالشراء:** المراجعة للآمر بالشراء والتي تقوم عليها صكوك المراجعة، وتعتبر من أكثر العقود التي تعتمد عليها البنوك الاسلامية والأكثر انتشاراً، باعتبار هذا العقد أقل مخاطرة، فقد يرغب زبون معين بشراء سلعة معينة ولا يملك المال لذلك، فيتقدم إلى البنك بأمر الشراء، فينوب البنك عن الزبون ويقوم بشراء السلعة المرغوب فيها من طرف الزبون، على أن يبيعها لهذا الأخير بزيادة معلومة لأجل معلوم، كما يلتزم الزبون بشراء هذه السلعة.

<sup>1</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص.ص: 239-241.

<sup>2</sup> علي محي الدين القرّة داغي، "بحوث في الاقتصاد الاسلامي"، دار البشائر الاسلامية، بيروت، ط3، 2009، ص: 355.

<sup>3</sup> محمد بن أحمد بن جزى الكلبي الغرناطي، "القوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية"، تحقيق محمد بن سيدي محمد مولاي، المكتبة الوقفية، <http://ia700603.us.archive.org/5/items/waq115670/115670.pdf>، ص: 413، 2013/12/12.

## 2. شروط المراجعة وآلية عمل صكوك المراجعة:

### 1.2. شروط المراجعة : تتمثل شروط بيع المراجعة في مايلي:<sup>1</sup>

« أن يكون الثمن الأول معلوما للمشتري الثاني لأن المراجعة يبيع بالثمن الأول مع زيادة ربح والعلم بالثمن الأول شرط لصحة البيع فإذا لم يكن معلوما فهو باطل.

« أن يكون الربح معلوما لأنه جزء من الثمن ،والعلم بالثمن شرط لصحة البيع.

« ألا يكون الثمن في العقد الأول مقابلا بجنسه من الاموال الربوية مثل أن يشتري مكيلا أو موزونا بجنسه مثلا بمثل (كأن يشتري كيلو تمر مراجعة) فلا يجوز أن يبيعه مراجعة ،لأن المراجعة يبيع بالثمن الأول وزيادة ،والزيادة في أموال الربا تصبح ربا لا ربحا.

### 2.2. آلية عمل صكوك المراجعة:

يمكن تلخيص آلية عمل صكوك المراجعة كما يلي : يقوم حملة الصكوك من خلال وكيل حملة الصكوك ،الذي يكون بنكا في العادة ،بشراء سلع من موردين مثل سوق لندن للمعادن أو بورصة سوق السلع الماليزية ،وذلك بثمان حال ،وأن يبيع حملة الصكوك هذه السلعة على مصدر الصكوك بثمان مؤجل وربح محدد لمدة 7 سنوات مثلا ،وأن يصدر مصدر الصكوك صكوكا لصالح حملة الصكوك تثبت مديونية مصدر الصكوك لحملة الصكوك ،ويذكر في الشهادة قيمة الدين الذي سيتم سداده ومدة ذلك.

## الفرع الثالث :صكوك السلم والاستصناع.

### 1. صكوك السلم :

بيع السلم في الاصطلاح الفقهي هو بيع أجل بعاجل ،فالسلم نوع من البيع يتأخر فيه المبيع (و يسمى المسلم فيه) ،ويتقدم فيه الثمن (و يسمى رأس مال السلم ) فهو عكس البيع بثمان مؤجل. ويسمى البائع بالمسلم إليه أما المشتري فيسمى المسلم ،وقد ثبتت مشروعية بيع السلم في الكتاب والسنة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> "المراجعة" ،إضاءات ،العدد3 ،فيفري-مارس2010 ،ص:05.

<sup>2</sup> موقع الشيخ صالح بن عبد العزيز بن محمد بن إبراهيم آل الشيخ ،-<http://moamlat.al>

.2013/07/05. islam.com/Loader.aspx?pageid=528&BookID=508&TOCID=238

### 1.1. شروط صحة بيع السلم : من شروط بيع السلم نذكر :<sup>1</sup>

- \* أن يكون بدلته مما أحله الله، فلا يجوز السلم في الخمر والخنزير... إلخ؛
- \* أن يكون بدلاه مختلفين حتى لا يكون فيه ربا فضل أو نسيئة؛
- \* أن يسلم الثمن فورا وأجاز المالكية تأخيره ثلاثة أيام على الأكثر؛
- \* أن يكون المبيع موصوفا وصفا يمنع النزاع؛
- \* أن يكون مكان وزمان التسليم معلوما فالقيمة قد تختلف باختلاف الزمان والمكان؛
- \* أن يكون مقدورا على تسليمه بحيث يغلب الظن على وجود المبيع عند حلول الأجل في حقل البائع أو في السوق.

**2.1. تعريف صكوك السلم :** تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها : "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك ، والمصدر لهذه الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم )، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد"

**3.1. مجالات تطبيق صكوك السلم :** بإمكان الاستفادة من صكوك السلم في عدة مجالات كمجال الطاقة والثروة الحيوانية والزراعية إذ يمكن أن تستفيد الحكومات من هذه الصكوك لدعم مشروعاتها التنموية، كأن تصدر صكوك سلم متعلقة بالبتترول باعتبارها دولة منتجة قادرة على تسليم البترول، وذلك من خلال بيع الصكوك للجمهور إذ يمثل الصك كمية محددة من البترول، ويستحق لأجل محددة وتدفع قيمته عند شراء الصك من المستثمرين، وعليه تستلم الحكومة رأس مال السلم وتستعمله في مشاريع تنموية، وعند استحقاق السلم تقوم الحكومة بقبض البترول المبيع وتبيعه وكالة عن حامل الصك، ودفع القيمة له ويكون ربح حامل الصك الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.<sup>2</sup>

**2. صكوك الاستصناع :** لقد قمنا بتصنيف عقود الاستصناع في نفس الفرع مع عقود السلم نظرا للتشابه الكبير بينهما مع وجود بعض الاختلافات البسيطة بينهما.

<sup>1</sup> رفيف يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دار القلم، دمشق، ط1، 2005، ص:170.

<sup>2</sup> منذر قحف، مرجع سابق، ص:91.

و عقد الاستصناع من العقود المتواجدة من الزمن القديم، ويعتبر من العقود التي تميز حاضرننا خاصة مع التطور الصناعي والثورة التكنولوجية، واستصناع الشيء لغةً هو الدعوة إلى صنعه<sup>1</sup>.

اما اصطلاحاً فهو ان يطلب انسان من آخر شيئاً لم يصنع بعد، ليصنع له طبق مواصفات محددة، بمواد من عند الصانع مقابل عوض محدد، ويقبل الصانع بذلك.<sup>2</sup>

## 1.2. شروط عقد الاستصناع :

يشترط لعقد الاستصناع شروط خاصة - إضافة إلى شروط البيع -، هي:<sup>3</sup>

- (أ) أن يكون المصنوع معلوماً : بتحديد مواصفات الشيء المطلوب صناعته تحديداً وافيةً يمنع التنازع عند التسليم.
- (ب) أن يكون المصنوع مما تدخله الصناعة، فلا يصح في البقول والحبوب ونحو ذلك .
- (ج) أن يكون الشيء المصنوع مما يجري التعامل فيه ؛ لأن الاستصناع جائز استحساناً، فلا يصح فيما لا تعامل فيه، وذلك يختلف بحسب الأعراف السائدة في كل مكان وزمان، فلا يقاس مكان على مكان ولا زمان على زمان، وأما إذا كان الشيء المطلوب صنعه مما لم تجر به العادة بصناعته فإنه يمكن التوصل إليه بطريق السلم.
- (د) أن تكون المواد المستخدمة في الشيء المصنوع من الصانع، فإذا كانت من المستصنع فإنه يكون عقد إجارة لا عقد استصناع.

(هـ) بيان الثمن جنساً وعدداً بما يمنع التنازع، فالجنس : كالدينار الجزائري، والعدد : كالمائة والألف .

(و) بيان مكان تسليم المبيع إذا احتيج إلى ذلك .

## 2.2. صكوك الاستصناع : تعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها : " وثائق متساوية

القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة معينة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحملة الصكوك، والمصدر لهذه الصكوك هو الصانع (البائع)، والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها، أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 2508.

<sup>2</sup> سعد بن تركي الخفان، "المعاملات المالية المعاصرة"، دار الصميعة للنشر والتوزيع، السعودية، ط1، 2012، ص: 135.

<sup>3</sup> علي خفيف، "أحكام المعاملات الشرعية"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008، ص: 430-431.

<sup>4</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 239، 241.

من خلال التعريف السابق ذكره يمكن استنتاج آلية عمل صكوك الاستصناع ،فمصدر الصكوك هو الطرف المنتج أو القادر على صناعة السلعة ،فيعرض تلك الصكوك مبرزا قدرته على صناعة السلعة ،وهنا يتقدم الراغبون في شراء السلعة المراد تصنيعها فيشترون تلك الصكوك على ان تكون هذه السلعة ملكا لهم ،فيستحقون ما ينتج عن بيعها ولهم حق التصرف فيها. كما يمكن ان يكون الاستصناع موازيا وهو الغالب وذلك باعتماد طرف ثالث .

و لتبسيط فكرة صكوك الاستصناع نفرض أن شركة الخطوط الجوية الجزائرية ترغب في توسيع أسطولها الجوي باقتناء طائرات جديدة بمواصفات معينة ،إلا انها لا تملك التمويل اللازم لشرائها ،وهنا تقوم الشركة بطرح صكوك استصناع بقيمة المبلغ المطلوب ،وعندما يتم تجميع قيمة الإصدار من المكتتبين يتم إبرام عقد استصناع مع الشركة المصنعة للطائرات ويتم الاتفاق على مواصفات هذه الطائرات وصفا دقيقا لا يؤدي إلى الجهالة أو إلى وقوع منازعات وخلافات بين الشركة والصانع ،وبعد الانتهاء من تصنيع الطائرات واستلامها تصبح ملكا لحملة الصكوك ،وهذه الصكوك تستحق الربح اذا ربحت وتحمل الخسارة إن حدثت وفقا لقاعدة الغنم بالغرم ،كما يمكن تداولها وفق الضوابط الشرعية .

### المطلب الثالث :صكوك الزراعة.

لقد اهتم الاقتصاد الاسلامي بالقطاع الزراعي فوفّر عدد من العقود والفرص التي تشجع على الاستثمار في هذا القطاع ،وهي عقود المزارعة ،المغارسة وعقود الاستصناع والتي أصبح يقابلها صكوك تتوافق أو تقوم على خصائص هذه العقود.

#### الفرع الأول :صكوك المزارعة.

المزارعة لغةً من الزرع ،فنقول زرع الحَبَّ يزرعه زرعاً وزراعةً :بَدَرَهُ ،والاسم الزرعُ ،وقد غلب البُرُّ والشعير ،وقيل الزرع نبات كل شيء يحرث ،وقيل الزرع طرح البذر.<sup>1</sup>

المزارعة اصطلاحا :دفع الأرض إلى من يزرعها ويعمل عليها ،والزرع بينهما ،وهي جائزة في قول كثير من أهل العلم. قال البخاري :قال أبو جعفر :ما بالمدينة أهل بيت إلا ويزرعون على الثلث والربع ،وزارع عليّ ،وسعد ،وابن مسعود ،وعمر بن عبد العزيز ،والقاسم ،وعروة ،وآل أبي بكر ،وآل عليّ ،وابن سيرين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب" ،مرجع سابق ،ص:1826.

اذن المزارعة هي عقد شركة في الزرع بمقتضاه يقدم أحد المتعاقدين الأرض والآخر يقدم العمل مقابل نصيب مشاع من الإنتاج كالنصف والثلث مثلاً.

مثال ذلك : أن يقوم من له أرض ولا يقدر على زرعها بالاتفاق مع طرف ثان لا يملك أرضاً ولكنه متفرغ ويحسن أن يزرعها، فيقول: مني الأرض ومنك الزرع، ولك نسبة من هذا الزرع، قد تكون الثلث أو الربع أو النصف، بحسب الاتفاق المبرم . و يمكن لصاحب الأرض أن يدفع البذر على أن يزيد في نصيبه.

**1. تعريف صكوك المزارعة :** لقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية بأنها : "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد، والمصدر لتلك الصكوك قد يكون صاحب الأرض ، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل انفسهم أو بغيرهم ) ، وحصيلة الاككتتاب هي تكاليف الزراعة ، كما قد يصدرها المزارع والمكتتبون فيها هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم ) ، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض"<sup>2</sup>

**2. آلية عمل صكوك المزارعة :** من خلال التعريف يتضح أن صكوك المزارعة تحمل نفس خصائص باقي الصكوك من حيث أنها وثائق متساوية ، مجموع ما يتم تحصيله في عملية الاككتتاب يمثل رأس مال المشروع ، ويمكن لصاحب الأرض أن يقوم بإصدار هذه الصكوك فيكتتب فيها المزارعون الذين يتكفلون بزراعة الأرض بأنفسهم أو بتكليف عمال ينوبون عنهم ، أو أن يقوم المزارعون بإصدار الصكوك على أن يقوم المستثمرون بالاكتتاب فيها وحصيلة الاككتتاب يتم بها شراء الأرض وتمويل عملية زراعة الأرض ، على أن تكون الأرض ملكا للمكتتبين ، ومن خلال العقد يتم تحديد نصيب كل طرف مما تنتجه الأرض.

<sup>1</sup> موقع اسلام ويب

2013/12/30.http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa&Option=FatwaId&Id=114021،

<sup>2</sup> "المعايير الشرعية " ،مرجع سابق ،ص.ص: 239، 241.

### الفرع الثاني: صكوك المساقاة

المساقاة لغةً من السقي والمساقاة في النخيل والكروم على الثلث والربع وما أشبهه، يقال: ساقى فلان فلانا نخله أو كَرَّمَهُ إذا دفعه إليه واستعمله فيه على أن يعمره ويسقيه ويقوم بمصلحته من الإبار وغيره، فما أخرج الله منه فللعامل سهم من كذا وكذا سهما مما تُعَلُّه، والباقي لمالك النخل، وأهل العراق يسمونها المعاملة.<sup>1</sup>

أما المساقاة اصطلاحاً هي ذلك النوع من الشركات التي تقوم على أساس بذل الجهد من العمل في رعاية الأشجار المثمرة وتعهدها بالسقي والرعاية على أساس أن يوزع الناتج من الثمار بينهما بنسبة معينة متفق عليها.<sup>2</sup>

1. تعريف صكوك المساقاة: تعرف صكوك المساقاة حسب هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية كما يلي: " هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد، والمصدر لتلك الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكاتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، كما قد يكون المصدر هو الساقى (صاحب العمل) والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار."<sup>3</sup>

2. آلية عمل صكوك المساقاة: من خلال التعريف يتضح أن صكوك المساقاة لها نفس خصائص باقي الصكوك من حيث أنها وثائق متساوية، مجموع ما يتم تحصيله في عملية الاكتتاب يمثل رأس مال المشروع، ويمكن لصاحب الأرض سواء كان مالكا لها أو لمنافعها أن يقوم بإصدار هذه الصكوك فيكتب فيها المساقون الذين يتكفلون بسقاية الأشجار ورعايتها بأنفسهم أو بتكليف عمال ينوبون عنهم، أو أن يقوم المساقون بإصدار هذه الصكوك على أن يقوم المستثمرون بالاكتتاب فيها وحصيلة الاكتتاب يتم بها سقي الأشجار والاعتناء بها إلى أن تثمر، ومن خلال العقد يتم تحديد نصيب كل طرف مما تثمره الأشجار.

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 2040

<sup>2</sup> "المزراعة والمساقاة. منتجات وخدمات اسلامية تعزز الانتاجية وتوفر فرص العمل"، جريدة الدستور الاردنية، العدد: 16093، عمان 2012/05/01، ص: 26.

<sup>3</sup> "المعايير الشرعية"، مرجع سابق، ص: 239، 242.

### الفرع الثالث :صكوك المغارسة.

المغارسة لغةً من الغرس فنقول غرس الشجر والشجرة يغرستها غرسًا ،والغرسُ: الشجر الذي يغرَس ويثبت في الأرض.<sup>1</sup>

أما اصطلاحاً "فهي عند مالك أن يعطي الرجل أرضه لرجل على أن يغرَس فيه عدداً من الثمار معلوماً، فإذا استحق الثمر كان للغارس جزء من الأرض" متفق عليه<sup>2</sup>

المغارسة جائزة عند المالكية بشروط، ومن شروطها أن يكون الشجر من صنف واحد متقارب، وأن لا يكون لسنين كثيرة، كما ذهب الحنفية إلى جوازها إذا كانت على الشجر والثمر دون الأرض، لأن الأرض موجودة أصلاً قبل عقد المغارسة ولا دخل لعمل العامل فيها حتى تكون له حصة فيها<sup>3</sup>

1. تعريف صكوك المغارسة: عرفت هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الاسلامية صكوك المغارسة على أنها " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس اشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس (الاشجار)، ويقوم مالك الأرض الصالحة لغرس الاشجار بإصدار تلك الصكوك، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر، وقد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل) والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرسوا الأرض بحصيلة اكتتابهم )، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر"<sup>4</sup>.

2. آلية المغارسة: يمكن تطبيق المغارسة من خلال ثلاثة صور:

أ. صورة الإجارة: هي المغارسة التي يكون فيها العوض الذي يأخذه العامل أجرة معلومة مقابل غرس الشجر وتلزم المتعاقدين بمجرد العقد.

<sup>1</sup> "معجم لسان العرب"، مرجع سابق، ص: 3240

<sup>2</sup> ابن رشد، "بداية المجتهد ونهاية المقتصد"، ج2، مطبعة الاستقامة، القاهرة 1952، ص: 233

<sup>3</sup> زياد الدماغ، "دور الصكوك الاسلامية في دعم قطاع الوقف الاسلامي"، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي حول "قوانين الاوقاف وادارتها وقائع وتطلعات"، الجامعة الاسلامية العالمية، ماليزيا 20-22 أكتوبر 2009، ص: 11.

<sup>4</sup> "المعايير الشرعية"، ص.ص: 240، 242.

ب. **صورة الجعالة:** و هي المغارسة التي يكون فيها العوض الذي يأخذه العامل أجرة معلومة مقابل كل شجرة نبتت وتحقق ثبوتهما ،ولا يستحق الأجرة إلا بتمام العمل .و هي لا تلزم المتعاقدين بمجرد العقد وللعامل ترك العمل متى شاء .<sup>1</sup>

ج. **صورة الشركة:** و هذه الصورة هي المقصودة في صكوك المغارسة من خلال التعريف المذكور أعلاه ،وهي إعطاء شخص أرضه لمن يغرس فيها شجرا على أن يكونا شريكين في الأرض والشجر بنسبة معلومة إذا بلغ الشجر قدرا معنيا من النماء. فيقوم أصحاب الأرض الصالحة لغرس اشجار معينة بإصدار صكوك مغارسة يكتب فيها المغارسون وهم أصحاب العمل المكلفون بغرس الشجر والاعتناء به إلى أن يثمر عادة ،وتمثل حصيلة الاكتتاب تكاليف المغارسة ،كما يمكن أن يصدر المغارسون هذا النوع من الصكوك وأصحاب الأرض هم المكتتبون ،ويتم الاتفاق في نشرة الإصدار على حصة كل طرف في الأرض والشجر بعد ان ينمو إلى حد معين يتم الإتفاق عليه سلفا.

---

<sup>1</sup> الاستبرق للعلوم الشرعية

### المبحث الثالث: اصدار وتداول الصكوك:

فقد عرف التصكيك بأنه عملية تجميع وتصنيف الأصول سواء كانت المضمونة أو غير المضمونة وتحويلها إلى صكوك ثم بيعها إلى المستثمرين (حملة الصكوك).<sup>1</sup> وأما الدكتور منذر قحف فقد عرفه بأنه وضع موجودات دارة للدخل كضمان أو أساس مقابل إصدار صكوك تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية.<sup>2</sup> اذن يمكن ان نعتبر التصكيك أو التسنيد أو التوريق هو إصدار صكوك ممثلة لأصول أو منافع أو خدمات ينتج عنها منفعة، وطرحها للاكتتاب.

و تمر الصكوك خلال فترة تواجدها عبر ثلاثة مراحل، وهي الاصدار، التداول والاطفاء

#### المطلب الأول: مرحلة إصدار الصكوك.

تمثل هذه المرحلة اولى مراحل عملية التصكيك، بحيث يتم من خلالها إصدار الصكوك وطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ومن خلال ما يسمى بنشرة الاصدار يتم تحديد شروط الاكتتاب والتزامات وحقوق المصدر والمكاتب، كما تتمثل عملية الايجاب والقبول من خلال اكتتاب الجمهور (الايجاب) وموافقة الجهة المصدرة (القبول). و يتدخل في عملية الاصدار مجموعة عناصر.

#### الفرع الأول: المتدخلون في عملية التصكيك.

تتم عملية التصكيك بتدخل كل من :

##### 1. الأطراف الرئيسية : وتتمثل في<sup>3</sup>:

(أ) الجهة أو مؤسسة المنشئ أو البادئة : و تتمثل في المؤسسة الراغبة في تصكيك اصولها أو تحويلها إلى صكوك اسلامية.

(ب) الجهة المصدرة أو الشركة ذات الغرض الخاص المعروفة بـ **Special Purpose Vehicle (SPV)**: وهذه الشركة تعتبر كوسيط في نقل ملكية الأصول من الشركة المنشئة إلى المستثمرين.

1 Dualeh, Suleiman Abdi, Islamic Securitization: Practical Aspects, Unpublished paper presented in World Conference on Islamic Banking, Geneva-Switzerland, 1998, p:2

2 قحف، منذر، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-السعودية 2000م، ص 34

3 اختر زيني عبد العزيز، "الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19، الامارات العربية 26-30 أبريل 2009، ص:05.

(ج) المستثمرين أو حملة الصكوك :يقومون بالاككتاب في الصكوك المصدرة مقابل استرداد قيمتها بالإضافة إلى العائد على هذه الصكوك الناتج عن نشاط الاصول المصككة.

## 2. الأطراف المساعدة في عملية التصكيك:

(أ) شركة التصنيف الائتماني :و تتمثل وظيفتها في تصنيف الإصدارات المالية من حيث تحديد سعرها العادل والمخاطر التي تنطوي عليها إضافة إلى تقييم كفاءة العميل ،ومن هذه الشركات نجد الوكالة الاسلامية الدولية للتصنيف الائتماني ومقرها البحرين ،والوكالة الماليزية للتصنيف الائتماني ومقرها ماليزيا.<sup>1</sup>

(ب) مدير ومستشار الإصدار :يقوم بالتنسيق بين الأطراف المختلفة لعملية التصكيك والمساعدة في إعداد نشرة الاككتاب.

(ج) أمين الاصدار أو الاستثمار : هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الاصدار وتحتفظ بالوثائق والضمانات وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الاصدار.<sup>2</sup>

(د) مدير الاستثمار: وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها بتعيين من المصدر أو مدير الاصدار وفقا لما تحدده نشرة الاصدار.<sup>3</sup>

(هـ) متعهد الدفع : وهو الجهة المتعهدة بالاككتاب في باقي الصكوك التي لم يتم الاككتاب بها ويمكن أن تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها ،شريطة أن يتم هذا الالتزام دون أجر ممن قدمه ويعلن عنه في نشرة الاصدار.

(و) هيئة الرقابة الشرعية :و هي الجهة التي تراقب مدى توافق الصكوك الصادرة والضوابط الشرعية .

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر ،"الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقا المعاصرة وتداولها " ،بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19 ،الامارات العربية ،26-30أفريل 2009 ،ص:07.

<sup>2</sup> "المعايير الشرعية " ،مرجع سابق ،ص:250

<sup>3</sup> الصفحة والمرجع السابق.

الفرع الثاني: مراحل تنظيم عملية إصدار الصكوك.

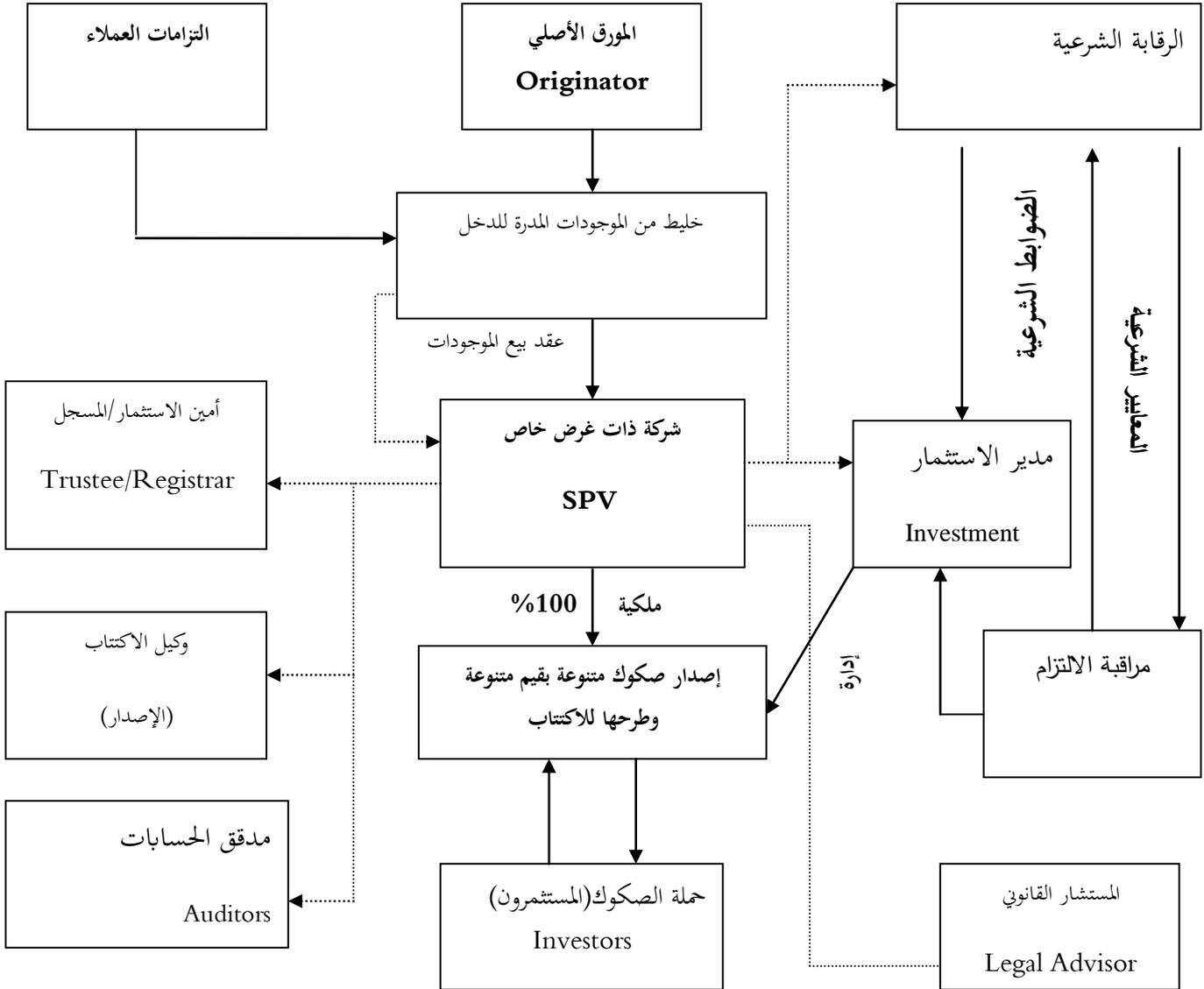
تتم عملية إصدار الصكوك من خلال مجموعة من الخطوات ليس يمكن إيجازها فيما يلي<sup>1</sup>:

1. إعداد التصور والهيكلة التنظيمي لإصدار الصكوك الاستثمارية اعتمادا على المستشارين القانونيين والشرعيين ودراسة الجدوى وتوضيح هذا التصور من خلال نشرة الاصدار، التي تحتوي كذلك على حقوق وصلاحيات وواجبات الجهات أو المتدخلون في عملية الاصدار.
2. انشاء الشركة ذات الغرض الخاص SPV والتي تقوم بشراء الموجودات التي ستغطي الصكوك المصدرة.
3. طرح الصكوك للاكتتاب بهدف جمع الاموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك.
4. تسويق الصكوك إما بالطرح المباشر للجمهور وإما ببيع الصكوك التي تمثل موجودات الأعيان أو المنافع إلى المستثمر الأول الذي قد يكون بنك أو مجموعة بنوك عادة، وذلك للقيام بتسويقها وبيعها إلى حاملي الصكوك.
5. التعهد بتغطية الاكتتاب: تسعى الجهة المصدرة للصكوك لتأمين تغطية كاملة للصكوك من طرف مؤسسة مالية مستعدة لهذا التعهد من خلال توفير السيولة، مقابل أن يباع لها بسعر أقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهددة بالتغطية، وبعد التملك من تلك الجهة تقوم بتوكيل الجهة القائمة بعملية الاصدار بالبيع والتسويق.

<sup>1</sup> عبد الستار ابو غدة، "بحوث في المعاملات والأساليب المصرفية الاسلامية"، مجموعة دلة البركة، ج2، السعودية 2002، ص: 87

و من خلال الشكل الموالي تتضح آلية إصدار الصكوك بصفة عامة :

الشكل (06) : آلية إصدار الصكوك الاسلامية



المصدر: فؤاد محمد أحمد محيسن، "الصكوك الاسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، بحث مقدم للدورة الـ 19 لجمع الفقه الاسلامي

الدولي، الامارات، 26-30 أبريل 2009، ص: 46

الفرع الثالث :الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الاسلامية:

لقد حددت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك وقد تمثلت فيما يلي :<sup>1</sup>

- 1.3. يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.
- 2.3. يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات ،وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها.
- 3.3. تترتب على عقد الاصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه ،وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- 4.3. طرفا عقد الاصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.
- 5.3. تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الاصدار وفق العقد وصفته الشرعية كما تم توضيحه في المبحث السابق.
- 6.3. تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها ،أي مصدر الصك والمكتتب فيه ،وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد.
- 7.3. تمثل نشرة إصدار الصكوك الدعوة التي يوجهها مصدرها للمكتتبين ،ويمثل الاكتتاب في الصك إيجابا اما القبول فهو موافقة الجهة المصدرة ،إلا إذا صرح في نشرة الاصدار أنها إيجاب فيكون الاكتتاب هو القبول.
- 8.3. يراعى في نشرة الاصدار ما يلي :

◀ أن تتضمن شروط التعاقد والبيانات الكافية عن المشاركين في الاصدار وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم ،وذلك مثل وكيل الاصدار ،ومدير الاصدار ،ومنظم الاصدار ،وأمين الاستثمار ،متعهد التغطية وغيرهم ،كما تتضمن شروط تعيينهم وعزلهم.

◀ أن تتضمن نشرة الاصدار تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه ( مشاركة ،مضاربة ،استصناع ،مزارعة...).

<sup>1</sup> " المعايير الشرعية " ،مرجع سابق ،ص.ص:240-243

◀ أن يكون العقد الذي أُصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه وشروطه ،وأن لا يتضمن شرطا ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه.

◀ أن ينص في النشرة على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية ،وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الاصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته.

◀ أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية.

◀ يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية.

◀ أن لا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير ،ولا قدرا معينا من الربح ،ولكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل مع مراعاة ما جاء في المعيار الشرعي رقم 5 بشأن الضمانات البند 6/7\* كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكة بعض الضمانات لضمان مسؤوليته في حالات التعدي أو التقصير ،مع مراعاة البند 3/4/1/3\*\* من المعيار الشرعي رقم 12 المتعلق بالشركة (المشاركة) والشركات الحديثة والعقود الواردة فيه.

9.3. يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من صكوك ،ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنيا على أساس الوعد الملزم ،ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد مع مراعاة البند 4/2/1/4\*\*\* من العيار الشرعي رقم 12 بشأن الشركة والشركات الحديثة.

10.3. يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد الأجل ،وذلك حسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.

\* يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة ،أو عقد الوكالة بالاستثمار.

\*\* يجوز التعهد من طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن أطراف الشركة بتحمل الخسارة شريطة أن يكون التعهد التزاما مستقلا عن عقد المشاركة ،ومن دون مقابل وشريطة ألا يكون الطرف الثالث(المتعهد بالضمان) جهة مالكة أو مملوكة بما زاد عن النصف للجهة المتعهد لها ،وعليه لا يحق للشريك المستفيد من التعهد الدفع ببطان الشركة أو الامتناع عن الوفاء بالتزامه بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن الالتزام كان محل اعتبار عقد الشركة.

\*\*\* يجوز ضمان الاصدار إذا كان بدون مقابل لقاء الضمان ،وهو الاتفاق عند تأسيس الشركة مع من يلتزم بشراء جميع الإصدار من الأسهم أو جزء من ذلك الإصدار وهو تعهد من الملزم بالاكتتاب بالقيمة الاسمية في كل ماتبقى مما لم يكتب فيه غيره ،ويجوز الحصول على مقابل عن العمل غير الضمان مثل إعداد الدراسات أو تسويق الأسهم.

11.3. يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر ،أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع) ،مثل إنشاء صندوق تأمين اسلامي بمساهمة من حملة الصكوك ،أو الاشتراك في تأمين اسلامي تكافلي بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك ،لا مانع شرعا من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

من خلال هذه الضوابط المذكورة نستنتج أن الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك هي نفس الضوابط الشرعية المطبقة على عقود المعاملات الشرعية والتي على أساسها يتم إصدار الصكوك بحيث تأخذ اسم العقد الذي قامت على أساسه.

### المطلب الثاني: تداول وإطفاء الصكوك الاسلامية

تداول وإطفاء الصكوك يتم عبر عدد من الاجراءات كما يتم وفق ضوابط شرعية سيتم توضيحها كما يلي:

#### الفرع الأول مفهوم مرحلة التداول والإطفاء : يمكن شرح المرحلتين على النحو التالي:

1. مفهوم مرحلة التداول : هي المرحلة الموالية عادة لإصدار الصكوك اين تتم عملية انتقال الصك من حامل الصك إلى طرف آخر عن طريق البيع مباشرة أو بتدخل الوسطاء ،وبالتالي انتقال جميع الحقوق المقررة شرعا لحامل الصك من تملك وبيع ورهن وإرث ،وقد يتم بيع الصك اما بالقيمة الاسمية أو السوقية أو أكثر من ذلك أو اقل بحسب ما يتراضيا عليه البائع (المالك القديم للصك) والمشتري (المالك الجديد للصك)<sup>1</sup>.

2. استرداد أو اطفاء الصكوك: الاطفاء بالنسبة للسندات الربوية هو دفع قيمتها الاسمية مع فوائد ربوية يتم تحديدها في تواريخ معينة قد تكون 3 أو 5 أو 7 سنوات مثلا .

أما اطفاء الصكوك فهو استرداد لمال المضاربة من طرف رب مال صكوك المضاربة ،أو استرداد للمال المساهم في المشروع من قبل المصدر الذي يكون بمثابة الوكيل ،أو الشريك في مختلف صكوك الاستثمار الاسلامية .

#### الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك واطفائها : كما كان الحال في ضوابط إصدار الصكوك فقد حدد

هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية مجموعة من الضوابط الشرعية تحكم عملية تداول واسترداد الصكوك الاسلامية ولنا ان نوجزها فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> نقاشي محمد ابراهيم ،"عملية التصكيك ودورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية " ،المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة وسبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة ،الجامعة الاسلامية ماليزيا 2006 ،ص:60

<sup>2</sup> "المعايير الشرعية " ،مرجع سابق ،ص.ص:243-245

1.2. يجوز تداول الصكوك واستردادها اذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات ،بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط ،أما قبل النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف ،كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا ،أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

2.2. في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الاصدار ،بسعر السوق ،ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.

3.2. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع ،مثل القيد في السجلات أو الوسائل الالكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.

4.2. يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعد باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

5.2. يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق ،أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.

6.2. يجوز تداول صكوك ملكية الأعيان (الموجودات) المعينة قبل اعادة إجارة تلك الأعيان ،فإذا أعيدت الاجارة كان الصك ممثلا للأجرة ،وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني ،فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

7.2. يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الموجودات المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد ،على ان لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلا ،كما هو موضح في البند 4/3 من المعيار الشرعي رقم 09 المتعلق بالإجارة والاجارة المنتهية بالتملك (الملحق رقم 01)

8.2. لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون ،فإذا تعينت جاز تداولها.

- 9.2. يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل اعادة إجارة تلك الخدمات ،فإذا أعيدت الاجارة كان الصك ممثلا للأجرة ،وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.
- 10.2. لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون ،فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.
- 11.2. يجوز اجراء اجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك في الصور المشروعة في البندين (8.2) و(10.2) المذكورين أعلاه أو خدمة بشرط عدم الربط بين عقدي الايجار.
- 12.2. يجوز للمشتري الثاني لمنافع الأعيان المعينة ان يبيعها أيضا وان يصدر صكوكا بذلك.
- 13.2. يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع اذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع ،أما اذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز أو تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فإن تداولها يخضع لأحكام التصرفات في الديون.
- 14.2. لا يجوز تداول صكوك السلم.
- 15.2. لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري ،أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
- 16.2. يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
- 17.2. يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط اذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. أما اذا كان الملتزمون بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا بعد بدو الزرع أو الثمر.
- 18.2. يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس.

### المطلب الثالث :تطور عمليات إصدار الصكوك عبر العالم

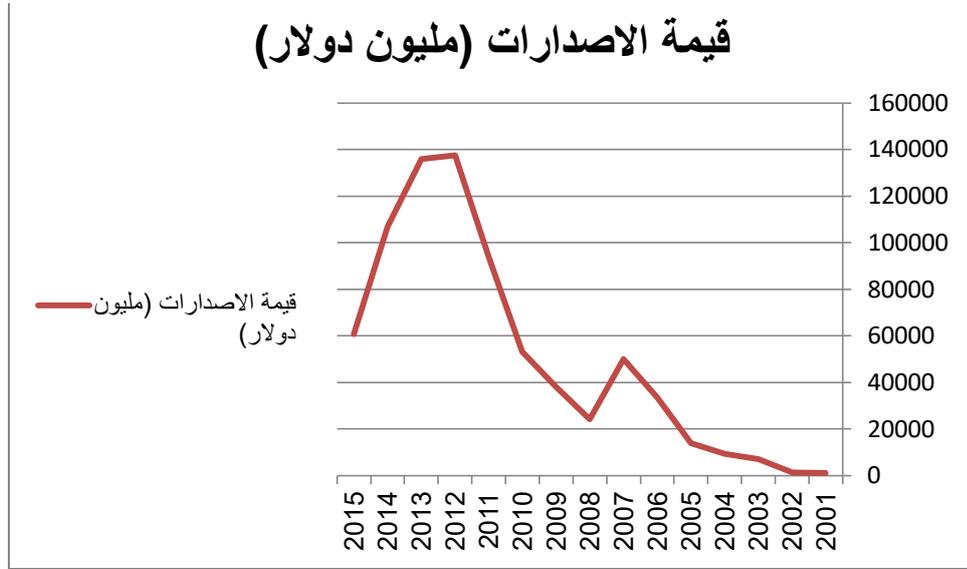
الفرع الأول :تطور عمليات الاصدار : لقد تطورت عمليات إصدار الصكوك بشكل ايجابي منذ 2001 إلى غاية 2015 فبعد أن كان الاصدار مقدر ب 1.172 مليار دولار سنة 2001 أصبح الاصدار سنة 2012 مقدرًا ب 137.5 مليار أي بنسبة نمو اجمالي مقدر ب 11631.99% خلال 11 سنة ليبدأ في التراجع إلى غاية 2015 ومن خلال الجدول والشكل المواليين يمكن ايضاح تطور عمليات الاصدار ونسبة النمو السنوية والمتراكمة

#### الجدول (04) : تطور اصدارات الصكوك من 2001 إلى ديسمبر 2015

السنوات	قيمة الاصدارات (مليون دولار)	نسبة الزيادة	الزيادة بالنسبة 2001ل
2001	1172		
2002	1371	16,98%	16,98%
2003	7207	425,67%	514,93%
2004	9465	31,33%	707,59%
2005	14008	48,00%	1095,22%
2006	33607	139,91%	2767,49%
2007	50041	48,90%	4169,71%
2008	24337	-51,37%	1976,54%
2009	38070	56,43%	3148,29%
2010	53125	39,55%	4432,85%
2011	93573	76,14%	7884,04%
2012	137599	47,05%	11640,53%
2013	135870	-1,26%	11493,00%
2014	106960	-21,28%	9026,28%
2015	60693	-43,26%	5078,58%
المجموع	767098		

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على التقرير السنوي للسوق الاسلامية المالية الدولية (IIFM) ،العدد5 ،مارس 2016

الشكل (07): تطورات إصدار الصكوك 2001-2015



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقاً من معطيات الجدول أعلاه

من خلال الجدول والرسم البياني أعلاه نلاحظ أن سوق إصدار الصكوك شهد ارتفاعاً وتزايداً مستمراً من 2001 إلى 2012، فإصدارات كل سنة تكون أعلى من سابقتها سواء تعلق الأمر بعدد الاصدارات أو قيمتها، عدا سنة 2008 أين شهدت انخفاضاً في قيمة الاصدارات، والذي نعتقد انه يعود أساساً لتأثير الأزمة المالية العالمية وما نتج عنه من نقص للسيولة خاصة بالنسبة للصكوك الدولية، إلا أنه وبعد 2008 عادت إصدارات الصكوك للإرتفاع مجدداً إلى أن تجاوزت مستوى 100 مليار دولار، حيث بلغت 137 مليار دولار سنة 2012 بمجموع إصدارات بلغ أكثر من 461 مليار دولار من 2001 إلى 2012، إلا أنه وبعد 2012 بدأت قيمة الاصدارات في الانخفاض مجدداً، إذ سجلت نسبة انخفاض تجاوزت 43% سنة 2015 ونزلت تحت الـ 100 مليار دولار، ويعود ذلك خصوصاً لقرارات البنك المركزي الماليزي الذي قرر وقف إصدار صكوك الاستثمار قصيرة الاجل، فلو استمر البنك في إصدار الصكوك القصيرة الأجل لكان مجموع الصكوك نهاية 2015 قد لامس الـ 100 مليار دولار<sup>1</sup>، وحسب وكالة التصنيف الائتماني ستاندر آند بورز فمن بين أسباب قرار البنك المركزي الماليزي وقف إصدار الصكوك هو أن مجموعة واسعة من المستثمرين هم الذين اشتروا هذه الصكوك ما حال دون وصول البنك إلى الجهات التي يستهدفها وهي البنوك الإسلامية الماليزية بشكل خاص.

<sup>1</sup> التقرير السنوي الخامس، السوق المالي الاسلامية الدولية، البحرين، مارس 2016، ص: 5.

## الفصل الثالث: .....صكوك الاستثمار الاسلامية: تعريفها، إصدارها وتداولها

ونتيجة لذلك قال البنك إنه قرر الاتجاه إلى استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك؛ واعتمادًا على ذلك قامت "ستاندرد آند بورز" بمراجعة توقعاتها لإجمالي إصدارات الصكوك هذا العام وقدرته بنحو 50-60 مليار دولار بدلاً من 100-115 مليار دولار. وقالت الوكالة إنه "باستثناء هذا التأثير فقد كان أداء السوق جيدًا نسبيًا رغم انخفاض أسعار النفط".<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: توزيع إصدارات الصكوك عبر العالم:

لا يقتصر إصدار الصكوك على دول بعينها فرغم أن ماليزيا هي أكبر سوق للصكوك الاسلامية في العالم، إلا أن دولا عديدة تحاول أن تكسب أكبر قدر ممكن من رؤوس الاموال الاسلامية ومن مختلف القارات وهو ما يبينه الجدول الموالي:

### الجدول (05) إجمالي الصكوك المصدرة حسب الدول من 1996 إلى سبتمبر 2013

البلد	عدد الاصدارات الكلية	قيمة الاصدارات الكلية(مليون دولار)
ماليزيا	2438	324576.9
الامارات العربية	73	47876.4
العربية السعودية	64	39296
اندونيسا	216	19924.1
قطر	19	19245.6
البحرين	273	13918.5
باكستان	57	6348.9
تركيا	9	5469.7
بروني دار السلام	95	4980.7
الكويت	22	2992.4
سنغافورة	9	984.2
الولايات المتحدة الامريكية	3	765.7

<sup>1</sup> "ستاندرد آند بورز: إصدارات الصكوك الإسلامية ستشهد انخفاضا حادا في 2015"، يومية الوطن المصرية

2015-07-07، <http://www.elwatannews.com/news/details/765734>.

279.1	5	المملكة المتحدة
274.7	3	الصين
251.5	2	اليمن
220.9	3	السودان
190.9	2	المانيا
149.2	242	غامبيا
132.8	4	ايران
120.3	1	الاردن
100	1	اليابان
73.3	1	كازاخستان
0.7	1	فرنسا
<b>488172</b>	<b>3543</b>	<b>المجموع العام</b>

**Source** :Sukuk perceptions and forecast Study 2014، Thomson Reuters Zawya

<http://www.zawya.com/files/islamic-reports>، 30/12/2013، p:16

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن انتشار فكرة الصكوك لم يقتصر على دول بعينها، رغم اختلاف في عدد وقيمة الاصدارات من دولة لأخرى، فأهم ما نلاحظه من خلال هذا الجدول ما يلي:

◀ تعتبر ماليزيا أكبر سوق لإصدار الصكوك منذ 1996 سواء بالعدد الذي تجاوز 68% من إجمالي الاصدارات العالمية أو بالقيمة التي تجاوزت 66% من قيمة الاصدارات العالمية.

◀ تمتلك دول مجلس التعاون الخليجي (السعودية، الامارات، قطر، البحرين والكويت) نسبة تتجاوز من 25% من مبلغ الإصدارات الإجمالية منذ 1996 بقيمة 123328.9 مليون دولار أي أن إجمالي إصدارات الصكوك بين ماليزيا ودول الخليج يمثل أكثر من 91% من إجمالي الإصدارات.

◀ تتوزع إصدارات الصكوك بين مختلف القارات : آسيا (98.545%) إفريقيا (0.075%)، أوروبا (1.22%)، أمريكا (0.16%)، إلا أنه وكما هو ملاحظ فإن إصدارات الصكوك مركزة خاصة بدول قارة آسيا ممثلة في دول مجلس التعاون الخليجي ودول النمور الآسيوية التي إقتدت بماليزيا.

◀ غياب الصكوك عن عديد من الدول العربية خاصة دول شمال افريقيا (الجزائر، مصر، تونس، المغرب، ليبيا ..) والذي نعتقد أنه راجع للتبعية الغربية، وتخوفها من هذا النوع من الصكوك وعدم توفير المناخ اللازم لإصدارها وتسيرها.

الفرع الثالث :توزيع اصدارات الصكوك حسب النوع والقطاع الاقتصادي

1. توزيع اصدارات الصكوك حسب القطاعات : من خلال الجدول الموالي سنحاول تحليل

عملية الاصدار حسب القطاع الذي يقوم بإصدارها.

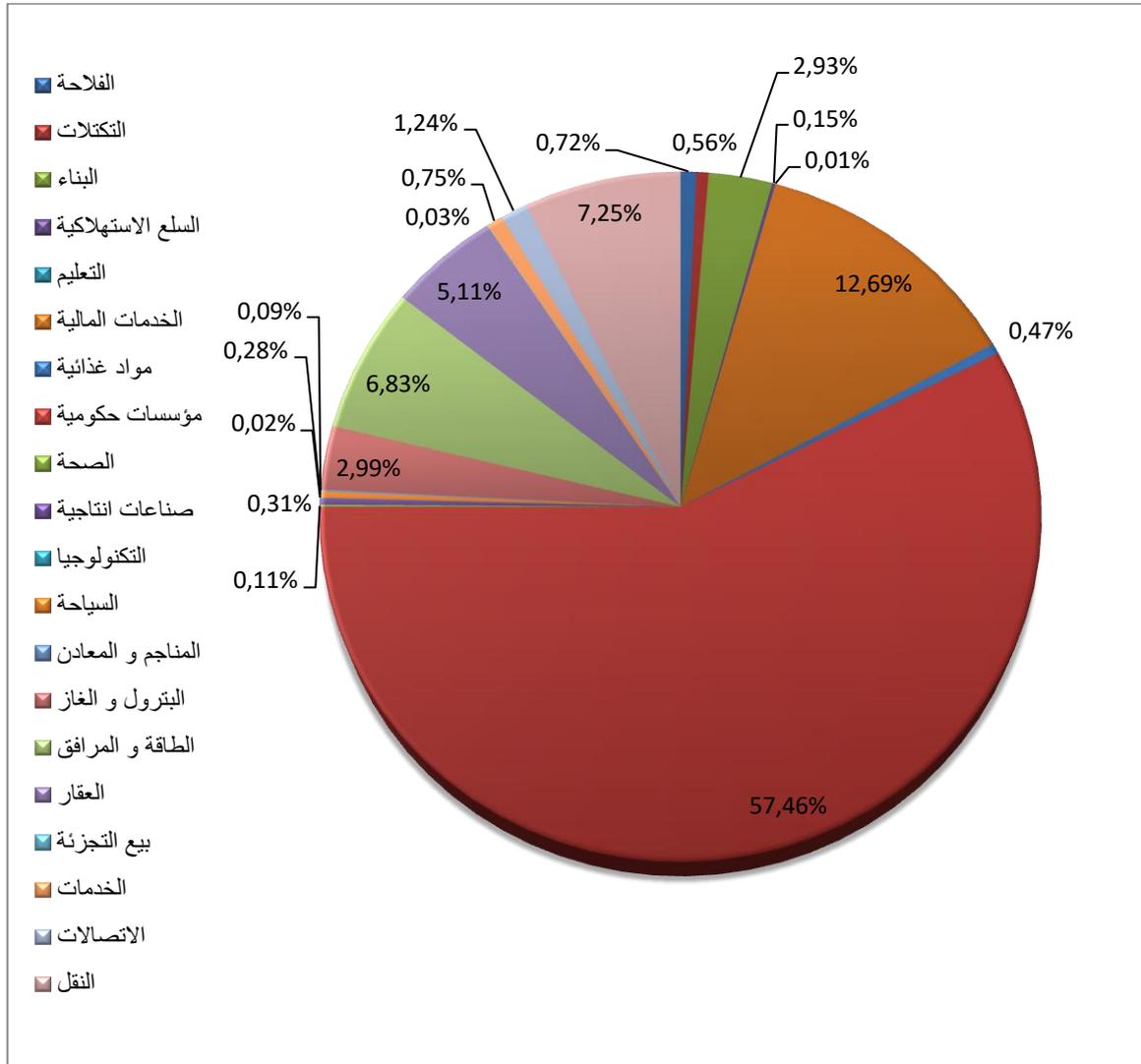
الجدول(06): اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013):

القطاع	عدد الاصدارات	المبلغ(مليون دولار)	الحصة السوقية
الفلاحة	92	3492	0.72%
التكنلات	14	2723	0.56%
البناء	400	14307	2.93%
السلع الاستهلاكية	39	751	0.15%
التعليم	5	64	0.01%
الخدمات المالية	396	61927	12.69%
مواد غذائية	35	2313	0.47%
مؤسسات حكومية	1356	280523	57.46%
الصحة	29	544	0.11%
صناعات انتاجية	64	1536	0.31%
التكنولوجيا	7	29	0.01%
السياحة	5	1361	0.28%
المناجم والمعادن	10	442	0.09%
البترول والغاز	109	14613	2.99%
الطاقة والمرافق	366	33342	6.83%
العقار	182	24949	5.11%
بيع التجزئة	16	167	0.03%
الخدمات	36	3672	0.75%
الاتصالات	74	6039	1.24%
النقل	308	35377	7.25%
المجموع	3543	488172	100%

Source :ibid, p:18

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان الاصدارات الحكومية تمثل الأغلبية إذ تستحوذ على نسبة 57% من الحصة السوقية للصكوك المصدرة تليها بعد ذلك الخدمات المالية ،ويرجع ذلك حسب رأينا إلى التصنيف الائتماني الذي تحوزه هذه المؤسسات والتي تسمح لها بتسويق صكوكها مقارنة بالمؤسسات العاملة في باقي القطاعات ،ويمكن تلخيص الجدول من خلال الشكل الموالي.

الشكل (08) اصدارات الصكوك حسب القطاع الاقتصادي (1996-سبتمبر 2013):



المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الجدول أعلاه

أول ما يلاحظ من الشكل أن الصكوك الاسلامية تساهم في تمويل عدة قطاعات سواء كانت فلاحية صناعية أو خدمية ،كما يبرز من الشكل مدى استحواذ الصكوك الحكومية على إجمالي الاصدارات ونرى أن ذلك يعود كذلك إلى الحاجة لتمويل المشاريع الحكومية التي تعتبر أكبر من تلك المشاريع الخاصة ،فقد مثلت نسبة الإصدارات الحكومية وشركات القطاع العام 82% من إجمالي الإصدارات خلال الفترة 2010 إلى غاية الربع الثالث 2013 بينما الإصدارات الخاصة بالشركات فلم تتجاوز 18%.

## الفصل الثالث: .....صكوك الاستثمار الاسلامية: تعريفها، إصدارها وتداولها

فأغلب الصكوك الحكومية تكون موجهة لبناء البنية التحتية كالطرق والسدود والجسور والاستخراج من الباطن... إلخ التي تتطلب أموالاً ضخمة. في حين أن إصدارات الشركات الخاصة عادة ما تكون موجهة لتمويل مشاريعها كإجراء الآلات ووسائل النقل... إلخ أي أنها أقل تكلفة بالمشاريع الحكومية.

### 2. إصدارات الصكوك حسب النوع (2001-ديسمبر 2015): يمكن توضيح إصدارات الصكوك حسب

النوع من خلال الجدول الموالي :

#### الجدول (07) : إصدارات الصكوك حسب النوع (2001-ديسمبر 2015) بالمليون دولار

الصكوك	محلية	النسبة	دولية	النسبة	المجموع	حصة كل نوع
المراحة	352943	%57,1	7216	%4,85	360159	46,7%
الاجارة	95942	%15,5	57546	%38,67	153488	19,9%
الاستصناع	3487	%0,6	0	%0,00	3487	0,5%
البيع بالثمن الآجل	34775	%5,6	0	%0,00	34775	4,5%
الوكالة	6316	%1,0	44059	%29,60	50375	6,5%
المشاركة	80553	%13,0	11689	%7,85	92242	12,0%
السلم	5540	%0,9	1958	%1,32	7498	1,0%
المضاربة	12358	%2,0	8575	%5,76	20933	2,7%
الصكوك المهجنة	25952	%4,2	10609	%7,13	36561	4,7%
الصكوك القابلة للتبادل بالأسهم	408	%0,1	7172	%4,82	7580	1,0%
<b>المجموع</b>	<b>618274</b>	<b>100%</b>	<b>148824</b>	<b>%100</b>	<b>767098</b>	<b>100%</b>

المصدر : التقرير السنوي الخامس، السوق المالي الاسلامية الدولية، مرجع سابق، ص: 28-30.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان حوالي 49.4% من الصكوك الصادرة تمثل صكوك مراحة باعتبار أن مجموعة كبيرة منها صادرة عن البنوك الاسلامية (غضافة إلى القطاعات الأخرى)، والتي تميل إلى هذا النوع من الصكوك لما تشكله من ربح شبه مضمون أو مخاطرة شبه منعدمة في هذا النوع من الصكوك، تليها صكوك

## الفصل الثالث: .....صكوك الاستثمار الاسلامية: تعريفها ،إصدارها وتداولها

---

الإجارة بنسبة 22 % تقريبا ومعظم هذه الصكوك تصدر بالعملة الدولية من أجل جلب أكبر المستثمرين الأجانب خاصة إذا تعلق الأمر بتمويل مشاريع حكومية أو مشاريع ضخمة. ثم تليها باقي الصكوك من مشاركة ووكالة... إلخ والتي يتم إصدارها كل حسب الغرض المرجو منه.

### خلاصة الفصل الثالث

لقد اهتم الاسلام بجميع نواحي الحياة فالإسلام لا يعني الصوم والصلاة فقط بل يتعداه إلى مختلف المجالات الدنيوية التي تم المسلم ومنها الجانب الاقتصادي ،فنهى عن اكتناز المال وشجع على الاستثمار لتحريك عجلة التنمية ،ووضع قواعد ومبادئ لهذا الاستثمار وجب اتباعها واحترامها.

من خلال الخطوط العريضة لآليات الاستثمار وتماشيا مع الاحداث والتطورات التي يعرفها العالم الاقتصادي فقد تم استحداث ما يسمى صكوك الاستثمار الاسلامية التي تقوم على عقود التمويل الاسلامية من إجارة ومشاركة ومضاربة واستصناع ومزارعة... إلخ ،فتتم عملية تمويل التنمية من جهة ،واحترام الضوابط الشرعية من جهة أخرى ،وبالتالي فإن الصكوك الاسلامية قد اقترحت كبديل للتعاملات الربوية وعلى رأسها القروض البنكية الربوية والسندات التقليدية.

لقد عرف نمو الصكوك الاسلامية تطورا مذهلا خلال السنوات الاخيرة ،فبعد ان كانت تبلغ قيمة الاصدارات 1.172 مليار دولار سنة 2001 وصلت نحو 137.599 مليار دولار نهاية 2012 أي بزيادة قدرها 11632% وهذا إن دل فإنما يدل على قبول هذا النوع من الاوراق المالية لدى شريحة كبيرة من المتعاملين الاقتصاديين سواء للمصدرين منهم لهاته الصكوك أو المكتتبين فيها.

# الفصل الرابع:

## الآثار الاقتصادية للصكوك

### الاسلامية

### تمهيد

لقد كثر الحديث عن الصكوك الإسلامية واهميتها الاقتصادية، وأصبح يتطرق إليها في عدة محافل وملتقيات، كما أصبح سوق اصكوك يتطور من سنة إلى أخرى وينتشر من بلد إلى آخر، فقد تم طرح الصكوك الإسلامية كبديل للأدوات المالية التقليدية وعلى رأسها السندات

فمن خلال هذا الفصل سنحاول التطرق إلى الدور الذي يمكن للصكوك الإسلامية أن تؤديه في تعبئة الموارد المالية اللازمة لدفع الاستثمارات في مختلف القطاعات، بالإضافة التي يروجها كل من حامل الصك ومصدره من هذه الصكوك .

كما سنلقي نظرة عن بعض التجارب الدولية في مجال الإصدارات سواء تعلق الأمر بدول عربية أو غيرها.

### المبحث الأول: الدور الاقتصادي للصكوك الإسلامية حسب النوع

لكل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية دور أو أدوار قد يقوم بها في الاقتصاد، والتي وإن استقلت فلها أن تساهم في التنمية الاقتصادية التي تشمل جميع القطاعات الاقتصادية سواء كانت التجارية، الصناعية، الزراعية أو الخدمانية .

#### المطلب الأول: الدور الاقتصادي للصكوك القائمة على المشاركة

الصكوك القائمة على المشاركة كما قسمناها تتمثل أساسا في صكوك المشاركة وصكوك المضاربة، سنتناول كل واحدة على حدى.

#### الفرع الأول: صكوك المشاركة

يعتبر هذا النوع من الصكوك الإسلامية القائم على عقود المشاركة من أهم الصكوك التي يعتمد عليها الكثير من البنوك والمؤسسات المالية والشركات الاستثمارية بسبب فعاليتها في تمويل المشاريع، و مرونتها سواء تعلق الأمر بصكوك المشاركة المستمرة أو تلك المنتهية بالتملك ومن ميزات صكوك المشاركة ما يلي:

1- تقوم المشاركة على أساس المشاركة في الربح والخسارة، وعلى هذا الأساس فان صكوك المشاركة تمكن من ربط الدورة الاقتصادية-إنتاج السلع والخدمات -بدورة النقود فتقلص الفجوة بين الدوريتين التي قد تؤدي إلى عدة أزمات قد تمس البنوك، ومختلف المؤسسات الاقتصادية والأسواق المالية

2- إن عدم قيام صكوك المشاركة على الفوائد الربوية يعزز ابتعادها على الآثار التضخمية كما رأينا سابقا فتفادي هذه الفوائد يؤدي إلى تنشيط عملية التنمية الاقتصادية، كما ان اعتماد صكوك المشاركة من طرف المؤسسات الاقتصادية والمالية سيدفع بمسيرها إلى تجنيد كل طاقاتها البشرية والمادية والمالية من أجل إنجاح مشاريعها ومتابعتها لتحقيق أكبر ربح ممكن، باعتبار أن العائد المحقق لا ينتج إلا من خلال استثمار إنتاجي وتنمية حقيقية، مما يساهم في الحد من التضخم، من خلال الحد من ارتفاع الأسعار بتقليل التكاليف ومنه منتج نهائي بسعر أقل.

3- تعتبر صكوك المشاركة الصيغة المفضلة في التمويل المتوسط والطويل الأجل وذلك لأنها تتغلب على مشكلة انخفاض قيمة العملة وخصوصا في البلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملاتها مقابل العملات الصعبة باستمرار<sup>1</sup>.

4- يمكن للحكومة أن تصدر صكوك مشاركة لأجل تمويل مشاريعها المدرة للدخل بمشاريع الطاقة والموانئ، بحيث لا تكون الدولة ملتزمة بتكاليف ثابتة تجاه حملة الصكوك باعتبار أن صكوك المشاركة تقوم على مبدأ توزيع الربح والخسارة بما هو متفق عليه في نشرة الإصدار.

#### الفرع الثاني: صكوك المضاربة

تبدو أهمية صكوك المضاربة من خلال الخصائص التي تقوم عليها والتي أساسها عقد المضاربة ويمكن أن نعددها فيما يلي :

- هي نوع من الصكوك التي تجمع بين فئتين أو مصلحتين فئة تملك الكفاءة والخبرة في إدارة المشاريع وفئة تملك المال ولا تملك الكفاءة والخبرة اللازمة لإدارة المشاريع والقيام بجملة من الاستثمارات الناجحة
- صكوك المقارضة أو المضاربة: هي من الصكوك التي قد تساهم في إدارة المشاريع طويلة المدى وهو ما يسمح للحكومات خاصة من استغلالها في توفير رأس المال اللازم لإقامة المشاريع الكبرى بعيدا عن اللجوء إلى السندات الربوية أو الاقتراض الربوي.
- تمكن صكوك المضاربة لأصحاب المؤسسات أو الحكومات من الاستقلالية في اتخاذ قرارات التسيير دون تدخل من ممولي المشروع - حملة الصكوك -.
- تشجع صكوك المضاربة على الاستثمار ومحاربة الاكتناز فتحفز أصحاب الأموال على استثمار أموالهم والحصول على أرباح بطريقة شرعية بدل اكتنازها فتأكلها الزكاة.

<sup>1</sup> "صنع تمويل التنمية في الاسلام"، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جدة، الندوة 29، ص: 35

## المطلب الثاني: الدور الاقتصادي لصكوك الاجارة والصكوك القائمة على الدين

### الفرع الأول: صكوك الاجارة

لصكوك الاجارة أهمية كبيرة نظرا للميزات التي تتميز بها، فهي تحقق جملة من الايجابيات لكل الأطراف

1. بالنسبة للمستأجر: يعتبر المستأجر طرفا من المتعاملين في هذه الصكوك؛ إن هذه الصكوك تمثل تمويل خارج الميزانية، بمعنى أن إدارة المؤسسة المستأجرة، التي هي في العادة مطالبة بتقديم تبرير تفصيلي لاستعمالات أموالها، لا تحتاج إلى ذلك فيما يتعلق بالإجارة، لأن شراء الأصل المستأجر يتم من قبل المؤجر، ولا يتعلق بالتزام المستأجر إلا بدفع الأجرة التي تعتبر نفقة ارادية وليست رأسمالية، إلى جانب أن صكوك الاجارة تساعد المستأجر على حسن التخطيط والبرمجة لنفقاته، حيث يمكنه من معرفة مقدار النفقات مقدما، إلى جانب ذلك فحوا يتجنب الضغط على سيولته النقدية أو رأس مال العامل لديه مما ينتج له استعمال السيولة لأغراض أخرى له<sup>1</sup>.

2. بالنسبة للمؤجر -المصدر- فهي تعتبر صيغة من صيغ التمويل المتوفرة له فصكوك الاجارة أقل مخاطرة من المشاركة، لأن المؤجر فيها يملك الأصل المؤجر إلى جانب أنها توفر له إيرادا مستقرا، كما أن التمويل عن طريق الاستئجار أقل تعقيدا -عادة- من حيث الإجراءات و الشروط القانونية<sup>2</sup>.

3. إن المرونة التي تتميز بها تشجع على إصدار هذا النوع من الصكوك الذي أصبح يأخذ مكانة هامة من سنة لأخرى إن لم نقل أهمها وسط الصكوك المصدرة سنويا.

4. يمكن استخدام صكوك الاجارة لتمويل مشاريع ربحية كتمويل شراء آلات ومعدات إنتاجية أو تمويل مشاريع خيرية متعلقة بجمعيات خيرية كما تصلح صكوك الاجارة لاستخدامها في تمويل المشاريع ذات النفع العام كما البنى التحتية... إلخ.

5. يمكن أن يتم إصدار صكوك الاجارة إما من قبل المستفيد نفسه أو باعتماد وساطة مالية كالبنوك الإسلامية والمؤسسات المالية المتخصصة في التمويل بصيغة الإيجار.

6. إن الصيغ المختلفة أو المتنوعة لصكوك الاجارة تعطي للمدخرين والمستثمرين الفرصة لاختيار الصيغة التي تناسبهم وتشجعهم على الاستثمار في هذا النوع من الصكوك.

<sup>1</sup> منذر قحف، "سندات الاجارة والاعيان المؤجرة"، مرجع سابق، ص:16

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص:17

## الفرع الثاني الصكوك القائمة على أساس الدين

و تتمثل فيما يلي:

### 1. صكوك المراجعة:

يعتبر بيع المراجعة من أهم العقود المعاصرة المعتمدة في تمويل الاستثمارات أو حتى الاستهلاك ، و يبرز هذا النوع من البيوع كثيرا في البنوك الاسلامية التي تعتمد على صيغة المراجعة للأمر بالشراء حتى تكاد أن تغطي على معظم العمليات أو الاستثمارات التي تتم بها ، فقد أكدت العديد من الدراسات الميدانية أن صيغة المراجعة في البنوك الاسلامية تستحوذ على نسبة تتراوح بين 60% إلى 90% من مجموع استثماراتها<sup>1</sup>

اما صكوك المراجعة فهي الصكوك الصادرة على أساس عقد بيع المراجعة بحيث يكون مصدر الصك هو الواعد بشراء بضاعة المراجعة بعد تملك البائع لهذه البضاعة وقبضه لها ، و المكتتبون هم البائعون لهذه البضاعة بقصد الحصول على الربح الذي يمثل الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة نقدا وبيعها بالأجل ، وحصيلة الصكوك هي تكلفة شراء البضاعة ، و يتولى البنك عادة عملية الإصدار وإدارة العملية الاستثمارية مقابل عمولة معينة تكون موضحة في نشرة الإصدار .

في صيغة عقد المراجعة مجموعة من المزايا نذكر منها :

- ✓ هي بديل شرعي للقروض الربوية السائدة في البنوك ، خاصة لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة فيمكنهم اقتناء آلات إنتاجية ومعدات... إلخ مراحلة دون اللجوء إلى القرض الربوي .
- ✓ سهولة وبساطة صيغة المراجعة باعتبارها ذات مراحل محددة .
- ✓ انخفاض المخاطرة بالنسبة للمشتري الاخير باعتبار ان مخاطر شرائها وشحنها ونقلها على عاتق البائع .
- ✓ يمكن لصكوك المراجعة ان تسهل على الدولة تمويل الميزانية المتعلقة بشراء السلع والمستلزمات والمعدات ووسائل النقل عن طريق المراجعة مع البنوك الاسلامية أو غيرها .

رغم كل هذه المزايا والايجابيات التي نجدها في عقد بيع المراجعة وخاصة على المستوى الجزئي إلا ان لها آثارا سلبية على الاقتصاد الكلي ، إذ قد ينتج عن المراجعة آثارا تضخمية وذلك بسبب ما يضاف من هامش الربح

<sup>1</sup> أشرف دواية ، "المراجعة في المصارف الاسلامية بين النظرية والتطبيق" ، يومية الاقتصادية ، العدد 5347 ، 01/06/2008 الرياض

إلى تكلفة المواد الخام المشتراة مما يؤدي إلى ارتفاع اسعارها مما أدى بجمع الفقه الاسلامي إلى التوصية بتقليل عمليات المراجحة للآمر بالشراء قدر المستطاع<sup>1</sup>، وتشجيع التوسع في مختلف الصيغ الاستثمارية الأخرى خاصة ذات الطابع التشاركي كالمضاربة والمشاركة وعقود الزراعة والاجارة.

## 2. صكوك السِّلْم : إن صكوك السلم هي تلك الصكوك القائمة على عقد السلم والذي يطلق على بيع

شيء موصوف في الذمة بثمن عاجل، و للسلم العديد من التطبيقات المعاصرة يمكن توضيحها فيما يلي:<sup>2</sup>

✓ يمكن استعمال السلم لأجل تمويل النشاط الزراعي، الصناعي، لتمويل المشاريع بكل أحجامها، بحيث يكون السلم في المنتج مما يتيح للمستثمرين الصناعيين أو الزراعيين من ضمان بيع منتجاتهم وتمويل نشاطهم منذ البداية.

✓ و يستخدم السلم في المجال البنكي المعاصر لتنمية أموال المودعين الهادفين إلى تحقيق ربح من استثمار مدخراتهم. فيقوم البنك باستخدام هذه الأموال لشراء سلعة موصوفة وصفا دقيقا عن طريق عقد السلم بآجال محددة. وبعد مرور فترة من الزمن، و قبل حلول أجل السلم الأول، يقوم البنك بإبرام عقد سلم مواز يبيع بموجبه سلعاً ماثلة، و لنفس أجل السلع التي اشتراها بالسلم الأول، و عند حلول آجال السلم يقوم البنك باستلام السلع ثم تسليمها إلى المشتريين في السلم الموازي. وبهذه الطريقة وبإنشاء عقدين منفصلين يتعد البنك عن بيع بضاعة السلم قبل قبضها، فهو ملتزم بتسليم سلعة السلم في العقد الموازي، حتى وإن لم يف البائع بتسليم السلعة التي اشتراها البنك منه بعقد السلم الأول، و يحقق الصندوق ربحه من الفرق بين قيمة العقدين<sup>3</sup>

✓ من بين المنتجات المالية المعاصرة القائمة على عقد السلم هي صكوك السلم، رغم أنه لا يجوز تداولها إلا بعد قبض السلعة، غير أن هناك بعضا من الفقهاء ممن أجازوا تداول هذه الصكوك لكن بشروط.

<sup>1</sup> "قرارات وتوصيات مجمع الفقه الاسلامي"، منظمة المؤتمر الاسلامي، دار القلم، دمشق، ط2، 1998، ص:143

<sup>2</sup> علي محي الدين القره داغي، "السلم وتطبيقاته المعاصرة في السلع والمنافع والخدمات"، دار البشائر الاسلامية، لبنان، ط1، 2010، ص:74-76

<sup>3</sup> التيجاني عبد القادر احمد، "السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر"

2015/04/22 <http://fiqh.islammassage.com/newsdetails.aspx?id=2689>,

✓ استعمال صكوك السلم لتمويل العجز في ميزانية الدولة : إذ يمكن للدولة أن تقوم ببيع كميات من البترول مثلا تكون موصوفة في الدّمة إلى آجال عديدة بأثمان معجلة إلى البنوك الإسلامية مثلا، ثم تقوم البنوك الإسلامية بعقد السلم الموازي مع طرف ثالث تصبح هي مسلما إليها وذلك بأن تبيع سلما كميات مماثلة للنفط الذي أسلم فيه بنفس المواصفات السابقة بثمن معجل يزيد على الثمن في السلم الأول، ثم تتم التسوية بين الصفقتين دون الربط بينهما<sup>1</sup>

فأهم ميزة توفرها صكوك السلم أو عقود السلم هي ميزة توفير السيولة للبائع رغم أن سلعته ليست حاضرة بعد مما يشجعه على الاستثمار خاصة لأولئك الذين يملكون خبرة سواء في المجال الزراعي أو الخدماتي مثلا ولا يملكون رأس المال اللازم، كما تفيد المشتري بأن يشغل أمواله فلا تأكلها الزكاة من جهة ويمكن له أن يستفيد من شراء السلعة بثمن أقل من ذلك المتداول في السوق أو المتوقع تداوله وقت استلام السلعة.

**3. صكوك الإستصناع :** إن صكوك الإستصناع هي إحدى الصكوك الاستثمارية التي لها جملة من الخصائص ،فبالإضافة للخصائص العامة التي تتصف بها جل الصكوك فإن لصكوك الإستصناع خصائص تميزها أهمها :

أ. يتم تخصيص حصيلة الاكتتاب في صكوك الإستصناع في تمويل تصنيع سلعة معينة موصوفة في الدّمة.

ب. تخضع احكام إصدار صكوك الإستصناع لأحكام عقد الإستصناع المعروف في الفقه الإسلامي  
ت. يترتب على إصدار صكوك الإستصناع آثار عقد الإستصناع جميعها ،و ذلك بمجرد اكتمال عملية الاكتتاب مباشرة.

لصكوك الإستصناع علاقة بالتنمية الاقتصادية، إذ تعتبر رؤوس الأموال الإنتاجية كالألات والمعدات وكذا رؤوس الأموال الاجتماعية كالطرق وشبكات المياه والكهرباء... إلخ، من أهم العوامل المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية، إلا ان توفير رؤوس الأموال هذه قد يصطدم بمشكل التمويل خاصة بالنسبة لمنتج هذه الادوات رغم توفره على المهارة اللازمة، و هنا يمكن الاعتماد على احد

<sup>1</sup> علي محي الدين القره داغي، "السلم وتطبيقاته المعاصرة في السلع والمنافع والخدمات"، مرجع سابق، ص: 86

الاساليب التمويلية الاسلامية ألا وهي عقود الاستصناع أو في شكل صكوك استصناع قائمة على هذه العقود.

اذن فلصكوك الاستصناع أهمية اقتصادية قد يستفيد من خلالها العديد من الاطراف في المجتمع ومن عدة نواحي نذكر منها<sup>1</sup>:

- ✓ تساهم صكوك الاستصناع بشكل كبير في زيادة الإنتاج من السلع والخدمات من خلال تمويلها لرؤوس الأموال الإنتاجية، مما يساهم في النمو الاقتصادي.
- ✓ إن تمويل رؤوس الأموال الاجتماعية اعتماداً على صكوك الاستصناع من شأنه أن يزيد ويشجع على الاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر بالقطاع الزراعي، الصناعي أو الخدماتي، فتمويل شبكة المياه أو الكهرباء أو شق الطرق من شأنه أن يساعد المستثمرين في توسعة نشاطاتهم، و يقلص مخاوفهم من احتمال فشل مشاريعهم.
- ✓ كما أن صكوك الاستصناع وكباقي الصكوك الاسلامية من شأنها الحد من مخاطر المديونية الربوية والعجز عن تسديد تلك القروض سواء كانت محلية أو خارجية.
- ✓ زيادة الإنتاج الناتج عن زيادة رؤوس الأموال الإنتاجية من شأنه أن يساهم في تقليل الواردات، كما قد يساهم في زيادة قيمة الصادرات مما يخفف الضغط على ميزان المدفوعات ويسهم في زيادة العملة الصعبة التي يمكن أن توجه لتمويل مشروعات أخرى.
- ✓ كما أن التشجيع على الاستصناع من شأنه أن يقلص من نسبة البطالة باعتبار أن زيادة رؤوس الأموال الإنتاجية والاجتماعية سيتطلب تشغيل المزيد من اليد العاملة.
- ✓ بإمكان الاعتماد على صكوك الاستصناع أن يعمل على امتصاص الفوائض المالية لدى الأفراد ومنع توجيهها نحو مسارات ضارة بالعملية التنموية، كإقراضها بالفوائد الربوية، والمضاربات في البورصة وما يترتب عنها من آثار سلبية على الاقتصاد الوطني.

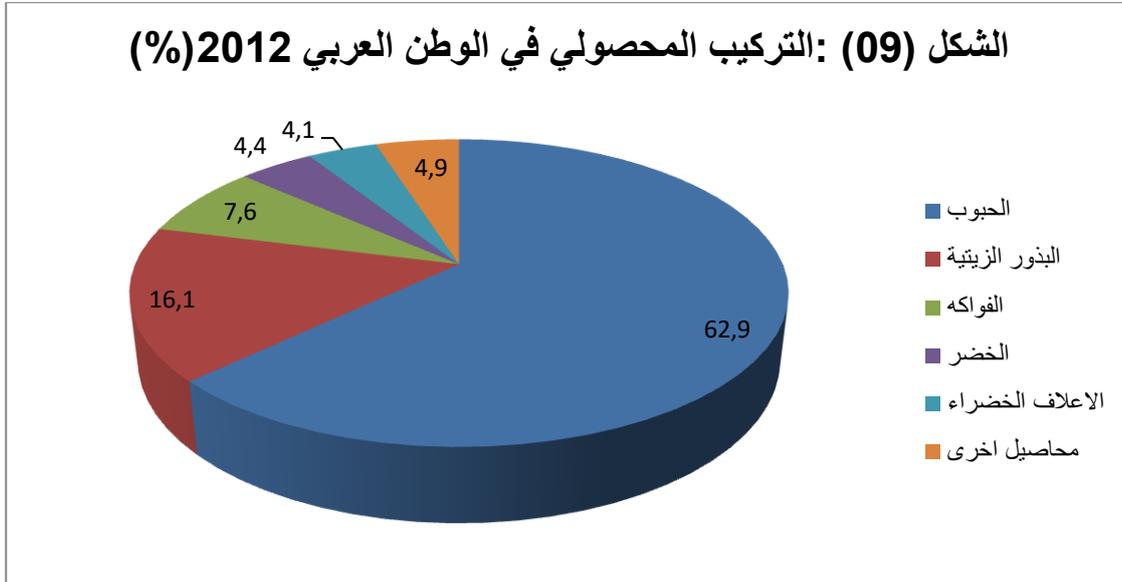
<sup>1</sup> عدنان رابعة، "صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، مؤتمر الصكوك الاسلامية وادوات التمويل الاسلامي، 12-13 أكتوبر 2013، جامعة اليرموك، الأردن، ص: 16-17.

خلاصة القول وهي أن صكوك الاستصناع واحدة من الحلول التي يمكن أن تعتمد عليها العديد من الدول وتشجع عليها إذا كانت ترغب فعلا في تشجيع الصناعة المحلية ،تخفيض البطالة ،التخفيف من عبئ المديونية والتبعية الخارجية ،امتصاص الفوائض المالية لدى الافراد والمؤسسات...إلخ.

### الفرع الثالث : الدور الاقتصادي لصكوك الزراعة:

صكوك الزراعة(المساقاة ،المزارعة والمغارسة) هي نوع من صكوك المشاركة ،ولصكوك الزراعة أهمية كبيرة في عالمنا الاسلامي والعربي الذي تعتمد العديد من أقطاره على الزراعة في اقتصادها ودخلها القومي بالإضافة إلى المساحات المتوفرة والصالحة للزراعة ضمن هذه البلدان ،إذ تقدر المساحة الكلية للوطن العربي بنحو 1344 مليون هكتار، تمثل حوالي 10.32% من مساحة العالم المقدرة بنحو 13014 مليون هكتار.

وتقدر المساحة الزراعية في الدول العربية بحوالي 69.33 مليون هكتار عام 2012 ما يعادل 4.48% من المساحة الزراعية للعالم والمقدرة في نفس العام بنحو 1549.4 مليون هكتار، وتمثل المساحة الزراعية في الدول العربية عام 2011 حوالي 5.15% من إجمالي مساحة الوطن العربي<sup>1</sup>، بينما تقدر هذه النسبة على المستوى العالمي بنحو 11.8%<sup>2</sup>، ولقد قدرت المساحة المحصولية في 2012 بنحو 55.8 مليون هكتار، ويعتبر إنتاج المحصول الحبوب في المرتبة الاولى من حيث الكمية المنتجة بنسبة 62.9% من المساحة المزروعة تليها البذور الزيتية 16.1% والفواكه 7.6% كما يبينه الشكل الموالي :



المصدر : "اوضاع الامن الغذائي العربي". المنظمة العربية لتنمية الزراعة ،جامعة الدول العربية،2012، ص:13

<sup>1</sup> "التقرير السنوي للاحصاءات الزراعية العربية"، المجلد33، المنظمة العربية لتنمية الزراعة، الخرطوم، 2013، ص:7

<sup>2</sup> "اوضاع الامن الغذائي العربي". المنظمة العربية لتنمية الزراعة ،جامعة الدول العربية،2012، ص:06

رغم أن إنتاج الوطن العربي من الحبوب عرف زيادة من سنة إلى أخرى حتى وصل 53.7 مليون طن سنة 2012 إلا أن متوسط إنتاجيتها المقدر ب 1.6 طن/الهكتار يبقى ضئيلا عن متوسط الإنتاجية العالمي الذي يبلغ 3.7طن/الهكتار ما يعني أن هناك إمكانية للرفع من الإنتاج الكلي للحبوب وتقليص مستوى العجز في الحبوب الذي يفوق الـ 50%<sup>1</sup> من حاجيات الأفراد. نفس الوضعية تعيشها باقي المحاصيل تقريبا إذا تبقى عاجزة عن سد الطلب عليها رغم توفر المساحات الصالحة للزراعة وغير المستغلة أو حتى تلك المساحات غير الصالحة ويمكن استصلاحها.

من هنا يمكن اعتبار صكوك الزراعة من الوسائل التي قد تساهم مساهمة كبيرة في عملية التنمية الزراعية في العالم الاسلامي في وقت لم تعد الحبوب الغذائية مجرد سلعة استهلاكية أو سلعة تجارية، ولكنها صارت من وسائل الضغط السياسي والاقتصادي، حيث يمكن لصكوك الزراعة توفير المبالغ اللازمة لاستثمار الاراضي الصالحة للزراعة وإعادة تأهيلها من شق للقنوات وبناء للسدود وتوفير لوسائل الإنتاج. رغم المساحة الشاسعة للدول العربية و تنوع تضاريسها إلى أن نسبة مساهمتها في الناتج المحلي تبقى متدنية والجدول الموالي يوضح ذلك :

#### الجدول رقم (08): الإنتاج الزراعي في الوطن العربي ونسبة مساهمته في الناتج المحلي الخام

مليون دولار امريكي

نسبة مساهمة القطاع الزراعي في الناتج الداخلي سنة 2012	التغير %	الناتج الزراعي الاجمالي		التغير %	الناتج المحلي الخام		الدولة
		2012	2011		2012	2011	
2,75	1,04	852,35	843,6	7,27	30971,36	28872,01	الأردن
0,84	0,00	2853,91	2853,91	0,00	338690	338690	الامارات
0,29	0,00	83,7	83,7	0,00	29157,45	29157,45	البحرين
8,19	0,00	3800,84	3800,84	0,00	46430,8	46430,8	تونس
8,11	0,00	16110,62	16110,62	0,00	198769,1	198769,1	الجزائر
3,25	0,00	40,28	40,28	0,00	1237,74	1237,74	جيبوتي
1,83	3,61	13307	12843	8,63	727307	669506	السعودية
33,14	38,34	22661,57	16380,83	35,61	68374,4	50420,62	السودان
20,30	0,00	12221,4	12221,4	0,00	60193	60193	سوريا

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 06

الفصل الرابع :..... الآثار الاقتصادية للصكوك الاسلامية

63.08	0.00	820	820	0.00	1300	1300	الصومال
4.07	20.90	8568	7086.6	23.69	210280	169999.9	العراق
0.70	11.29	546.49	491.06	11.63	77787.02	69681.88	عمان
4.89	12.61	332.6	380.6	5.85	6797.3	6421.4	فلسطين
0.10	10.36	176.02	159.5	0.00	173439.8	173439.8	قطر
0.28	8.55	437.51	403.04	15.72	154330.4	133367.9	الكويت
5.30	0.00	2124.04	2124.04	0.00	40094	40094	لبنان
1.87	0.00	685.98	685.98	0.00	36688.4	36688.4	ليبيا
14.47	12.69	35787.46	31756.6	13.09	247398.4	218754.3	مصر
13.35	-3.50	12417	12867.95	3.50	92977	89836.64	المغرب
13.75	0.00	558.85	558.85	0.00	4063.7	4063.7	موريتانيا
14.42	13.14	4719	4171	4.80	32731	31232	اليمن
5.39	9.80	139104.6	126683.4	7.54	2579018	2398157	المجموع

المصدر :اعتمادا على التقرير السنوي للاحصاءات الزراعية العربية الصادر عن المنظمة العربية للتنمية الزراعية بالخرطوم 2013

من خلال الجدول يتضح لنا أن نسبة مساهمة الإنتاج الزراعي في إجمالي الناتج المحلي تبقى متواضعة في معظم البلدان إذا ما قورنت بالمساحة الاجمالية ،فرغم أن الزراعة قطاع اقتصادي استراتيجي إلا أنه لم يول له الاهتمام الكافي الذي قد يحدث التغيير الحقيقي في مكانة الدول التي تعني وتقوم على تنميته فيإمكان الدول العربية والإسلامية أن تحدث التطوير اللازم لهذا القطاع باستغلال المساحات غير المستغلة واعتماد المكننة في تسييره ،خاصة وأنها لم تتمكن من اللحاق بالركب الصناعي والتكنولوجي .

من الاساليب الممكن اعتمادها لتنمية القطاع هي صيغ التمويل الإسلامي الذي أعطى أهمية بالغة لهذا القطاع فبالإضافة إلى صيغ المضاربة والمشاركة ،السلم والإجارة وغيرهم مما يصلح لتنمية جميع القطاعات وضع صيغ متخصصة بهذا المجال والتي تتمثل في المزارعة المساقاة والمغارسة التي تعمل على تنميته من خلال توفير<sup>1</sup> :

أ- مصدر مالي :فمعظم المؤسسات الفلاحية الصغيرة والمتوسطة وحتى الفلاحين الأفراد عادة ما يمتلكون الأراضي ولديهم الرغبة للعمل والاستثمار فيها ،إلا أنه ينقصهم التمويل اللازم للقيام بذلك ،فتقوم البنوك

<sup>1</sup> فوج الله احلام ،"صيغ قومية شبيهة بالمضاربة والمشاركة " ،محاضرات صيغ تمويل البنوك الاسلامية ،السنة الاولى ماستر ،تخصص بنوك اسلامية ،كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ،جامعة فرحات عباس ،سطيف ،2013/2014

الإسلامية بتقديم التمويل المطلوب لهم لشراء البذور والأسمدة ووسائل جلب المياه ومختلف الآلات اللازمة للاعتناء بالمزروعات وفق أحد الصيغ الخاصة بهذا القطاع .

**ب- توفير المياه :** إضافة إلى نقص المال فإن مشكل المياه يعد ثاني عوائق القطاع الزراعي الذي تعمل هذه الصيغ على توفيره إما بجلبه من مناطق توافره أو استخراجها من باطن الأرض أو من خلال تحلية مياه البحار حتى تمكن أصحاب هذه المشروعات من سقي مزارعهم وحقولهم واقتسام عوائدها.

**ت- توفير الأراضي:** التمليك الجزئي للأراضي من طرف ملاكها الغير قادرين على خدمتها أو الغير مهتمين باستثمارها للشباب العاطل أو حريجي كليات الزراعة أو المؤسسات الفلاحية التي لا تتوفر لديهم الأراضي الكافية للقيام بنشاطهم مقابل القيام بزراعة مساحات أكبر والاعتناء بها وفق صيغة المغارسة وتقديم جزء من هذه الأراضي لهم وعوائد تتمثل في نسبة من الثمار ونسبة من الأشجار حسب ما تم الاتفاق عليه مسبقا ، كما تمكنها أيضا من استصلاح قطع الأراضي بتوفير مختلف المعدات والأسمدة اللازمة لذلك .

#### **ث- التقليل من المخاطر :**

إن التمويل بالمزراعة المساقاة والمغارسة تستدعي دراسة دقيقة ومتخصصة بالزراعة للأرض من موقع ومناخ ونوعية البذور، وطبيعة الأشجار والأسمدة. . الخ من قبل الممول وهذا لكبر حجم المخاطر التي يتضمنها هذا القطاع التي قد لا يتمكن الفلاح من القيام بكل تلك الدراسات إضافة إلى المشاركة في الربح والخسارة ما يؤثر على التقليل من حجم المخاطر.

## المبحث الثاني: المزايا الاقتصادية للصكوك الاسلامية بالنسبة للمتعاملين بها وللإقتصاد

### الوطني

للصكوك الاسلامية والاستثمارية عدة مزايا ،فبالإضافة للمزايا التي يحققها كل نوع من الصكوك الاسلامية على حدى ،فإن مجموع المتعاملين بالصكوك بإمكانهم تحقيق عدة فوائد سواء تعلق الأمر بالمصدر لهذه الصكوك أو لحاملها (المستثمر) كما يمكن أن يستفيد منها الإقتصاد الوطني من خلال الدفع بعجلة التنمية على مستوى عدة قطاعات.

و من خلال هذا المبحث سنحاول إبراز أهم الآثار الاقتصادية التي يمكن أن يستفيد منها هؤلاء الاطراف:

#### المطلب الأول :أثر الصكوك على مصدرها وحاملها

مصدر الصكوك يتمثل في البائع الأول للأصول والذي يمكن أن يكون شركة أو بنك ،قطاع عام أو خاص ،مؤسسة ذات هدف ربحي أو ذات طابع خيري ...إلخ ،أما حملة الصكوك فهم أولئك المكتتبون والحاملون أو المستثمرون في هذه الصكوك والذين يتوقعون أنهم سيحصلون على أرباح مقابل الاستثمار فيها سواء كانت هذه الصكوك ممثلة في موجودات عينية ،منافع ،خدمات أو خليطا من بعضها أو كلها.

#### الفرع الأول : أهمية الصكوك الاسلامية بالنسبة لمصدرها

تعطي الصكوك الاسلامية لمصدرها مجموعة من الفوائد والمزايا التي يمكن أن يتحصل عليها من خلال تصكيكه لمجموعة من الأصول ،نذكر منها :

1. التصكيك خير بديل لمصادر التمويل التقليدية :و نقصد بمصادر التمويل التقليدية تلك المصادر

القائمة على القروض الربوية أو إصدار أسهم جديدة وما ينطوي عليها من قيود ومشاكل سواء كانت متعلقة بالجانب الشرعي أو الإداري ...إلخ.

فأهم ما يميز الصكوك الاسلامية عن السندات مثلا هو قيامها على أساس أصول حقيقية تم التصكيك على أساسها ،ما يسمح بتخفيض درجة المخاطر من جهة ويشجع المستثمرين على الاكتتاب بها من جهة أخرى ،و بالتالي توفير تمويل متوسط أو طويل الاجل ،كما تتميز بقيامها على أساس عقود شرعية إسلامية مما يطمئن فئة كبيرة من أصحاب المال الراغبين في استثمار أموالهم ولكن بما هو حلال وبعيدا عن الوقوع في الربا.

2. تحسين ربحية المؤسسة المصدرة وتحسين مركزها المالي: فمن خلال استبعاد الاستثمارات التي تم تصكيكها من عناصر الميزانية خلال فترة قصيرة، فإن المؤسسة المصدرة بإمكانها الاستغناء عن المخصصات التي كانت تكونها لمواجهة الخسائر المحتملة، فالتصكيك هو شكل من أشكال الاستثمار خارج بنود الميزانية والذي لا يحتاج لرأس مال مثل الالتزامات العرضية.
3. التصكيك يدعم المصدر في توسيع نشاطه: فبإمكان المؤسسة المصدرة للصكوك أن تقوم بتوسيع وزيادة نشاطها دون اللجوء لزيادة رأسمالها.<sup>1</sup>

الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية حاملها : من خلال دراستنا للصكوك الإسلامية يمكن أن نوجز أهم الآثار التي قد يستفيد منها المستثمرون عند اكتتابهم في هذه الصكوك سواء كانت مؤسسة اقتصادية أو بنوك أو أفراد :

1. خيار جديد لتوظيف الأموال: فالصكوك الإسلامية تمثل خيار جديد لتوظيف الفوائض المالية التي يتوفر عليها الأفراد والمؤسسات فبدل اكتنازها بإمكانهم تنميتها بالطرق المشروعة وفق قواعد إسلامية فتستطيع البنوك الإسلامية مثلا أن تستثمر في الصكوك الإسلامية إما بإصدارها أو بشرائها من خلال استغلال فوائضها المالية وبالتالي تحقيق عائد على ذلك بدل لجئها للسوق النقدية مقابل فوائد ربوية.

2. وجود عدد من الصكوك القابلة للتداول يسمح لحملة من الصكوك بتسليمها من خلال بيعها في السوق الثانوي.

3. يمكن استعمال الصكوك كوسيلة من وسائل التحوط وإدارة المخاطر فعلى العكس مما هو معمول به في السوق المالي التقليدي والذي تتم فيه عملية التحوط عن طريق اللجوء إلى ما يسمى بالمشتقات والتي تحتوي على عدة مخالفات شرعية من ربا وغرر وقمار كما لاحظنا سابقا، فإن السوق المالي الإسلامي يوفر مجموعة من الصكوك يمكن استعمالها بصيغها المختلفة فتعوض تلك العقود

<sup>1</sup> فتح الرحمان علي مُجَدِّ صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية بيروت، جويلية 2008، ص 11.

والمشتقات المالية من خلال استغلال بدائلها كصكوك السلم والاستصناع والصكوك الموازية أو عن طريق الاستثمار في عدة أنواع من الصكوك مما يقلل من مخاطر المحفظة باعتماد طريقة التنويع.

4. تمنح الصكوك للمستثمرين مجالات عدة للمناورة من خلال توفر مختلف الصكوك في مختلف القطاعات سواء تعلق الأمر بالتجارة، الزراعة، الصناعة أو الخدمات، مما يسمح للمستثمر من الاستثمار في القطاع الذي يرى أنه أنسب إليه أو الذي يحوز فيه على أكبر قدر من المعرفة .

5. انخفاض المخاطر بالنسبة للصكوك الإسلامية يسمح في كثير من الأحيان بالتنبؤ بالتدفقات المالية للصكوك والتي عادة ما تكون فوائدها أكبر من الاستثمارات المالية الأخرى<sup>1</sup> (الاقتراض بفائدة ربوية)

#### المطلب الثاني: تأثير الصكوك الإسلامية على سوق الأوراق المالية:

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية العربية ومعوقاتها : الحركة الكبيرة التي يشهدها العالم المعاصر حالياً من انتقال للسلع والخدمات والتطور التكنولوجي الذي ساهم في تقليص المسافات بين الدول رافقه حركة كبيرة لرؤوس الأموال التي تعتبر أهم عنصر في عملية التنمية الاقتصادية، و لعل من ابرز الأجهزة التي تعمل على تسيير هذه الحركة هي سوق الأوراق المالية.

و يعتمد تطور هذه السوق بشكل أساسي على امرين مهمين<sup>2</sup>:

أولاً: تطوير جانب العرض وذلك بتشجيع انشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة .

ثانياً: تطوير جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية من قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطاتها .

و إذا انتقلنا إلى الأسواق العربية فإن تطورها يصدم مجموعة من المعوقات أهمها<sup>3</sup>:

- عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يسمح بأداء فعال ومطور لهذه الأسواق.
- العديد من أسواق الأوراق المالية العربية تعاني غياب العدالة في الحصول على المعلومات المهمة المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق ما يؤدي إلى هجرة الأموال نحو بورصات عالمية ذات مستوى كفاءة أعلى.

<sup>1</sup> فتح الرحمان محمد علي صالح، مرجع سابق، ص 11-12

<sup>2</sup> حنفي عبد الغفار وقرياقص رسمية، "اسواق المال"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية -مصر، 2002، ص: 9-10

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص: 343-346

- هيمنة القطاع العام على معظم الشركات المدرجة في هذه الأسواق رغم عددها الصغير إجمالاً.
  - ضآلة الطلب نتيجة انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية الناتج عن ضعف دخل الفرد خاصة .
  - ضيق الفرص المتاحة للتنويع إذ تتميز معظمها من ضعف تنوع الأدوات المالية المتوفرة بها.
- كما أن التعامل بالأدوات المالية التقليدية أدى إلى نفور عدد من أصحاب المال من الولوج إلى هذه السوق والاستثمار بها.

#### الفرع الثاني: الصكوك الاسلامية وتطويرها لسوق الأوراق المالية

مما سبق يتضح لنا الدور الذي يمكن أن تلعبه الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية.

1- الصكوك الاسلامية تسمح بتنويع الفرص المتاحة: إن تصكيك أصول المؤسسات والبنوك بمختلف الصيغ يسمح بإعطاء العديد من البدائل للمستثمرين ويكون ذلك من خلال:<sup>1</sup>

- إدراج صكوك اسلامية قابلة للتداول: إن توفر العديد من الصكوك الاسلامية على قابلية التداول مما يسمح بإدراجها في سوق الأوراق المالية سيكون له الأثر الايجابي لتطور وتنوع هذه السوق، مما يساهم في زيادة الطلب على الأوراق المالية الاسلامية نظرا للخصائص التي تتمتع بها، و تعطي للمستثمرين مجالا واسعا لتنويع محافظهم المالية.
- إدراج أسهم البنوك الاسلامية ودخول زبائنها كمتعاملين في البورصة: اذ يمكن ان تشكل أسهم البنوك الاسلامية إضافة كمية للأسواق المالية نظرا للحجم الكبير الذي يشكله رأس مال هذه البنوك والذي هو في تزايد مستمر ولكن شرط ان يغلب على نشاط البنوك الاسلامية الجانب الاستثماري من خلال الدخول في شراكات تمس النشاط الإنتاجي أكثر من تعاملها بالديون التي تمثل حاليا حوالي 65% من نشاطاتها.

2- تؤثر الصكوك على كفاءة سوق الأوراق المالية: فالضوابط التي تقوم عليها عمليات الإصدار الخاصة بالصكوك وعمليات التداول والاطفاء وما تحتويه من تحريم التعامل بالربا والغرر والمضاربة غير المشروعة والاحتكار... إلخ تساهم بشكل مباشر في جعل سوق الأوراق المالية الاسلامية سوقا أكثر كفاءة، سواء تعلق الأمر بالكفاءة التسعيرية أو الكفاءة التشغيلية.

<sup>1</sup> زاهرة بني عامر، "التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد-الأردن، 2008، ص:186-191

3- تعمل الصكوك الاسلامية على زيادة التدفقات من الاستثمارات المقبولة شرعا ، الامر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا ، مما يساعد على دمج الاسواق المالية المحلية مع تلك الاسواق العالمية ، خاصة في ظل التكتلات والترابطات التي جعلت الاقتصاديات العالمية كلها مؤثرة ومتأثرة ببعضها بعض.

**المطلب الثالث: أثر الصكوك على المستوى الكلي:** للصكوك الاسلامية دور مهم في الاقتصاد من خلال جوانب عديدة:

#### الفرع الأول :مساهمة الصكوك في دعم التنمية الاقتصادية:

يعتبر إيجاد وسائل دعم التنمية الاقتصادية في أي بلد من العالم ضرورة حتمية لتطوير البنية الاقتصادية للأوطان ، و ذلك من خلال الرفع من معدلات النمو الاقتصادي والقيمة المضافة ومعدلات الإنتاج وتخفيض البطالة بما يساير على الأقل تلك الزيادة التي يشهدها العالم في نسبة النمو السكاني ومواجهة تلك الطلبات المتزايدة سواء بسبب تزايد عدد السكان أو بسبب تغير سلوك المستهلكين.

للصكوك الاستثمارية الاسلامية مجموعة من الخصائص التي تسمح لها بأن تكون واحدة من وسائل التنمية فتلعب دور الوسيط المالي القائم على أسس الشريعة الاسلامية ،فتقوم بالجمع بين أصحاب الفوائض المالية الذين يفتقدون للمعرفة أو الكفاءة اللازمة لاستثمار هذه الأموال استثمارا حقيقيا وأصحاب الحاجة لهذه الأموال والذين يمتلكون الخبرة والكفاءة لتسيير مشاريع صناعية ،زراعية أو خدماتية ولكنهم يفتقدون لأحد عناصر الإنتاج المهمة ألا وهي رأس المال.

كما أن قيام الصكوك الاسلامية على أصول حقيقية وليس على فوائذ ربوية يخول لها أن تكون بديلا ناجحا لتمويل الاستثمار عن طريق القروض الربوية بمختلف اشكالها.

فالتمويل الاسلامي يقوم على قاعدة الغنم بالغرم عكس ما هو حاصل في القروض أين يكون العائد مضمونا للمقرض مهما كانت نتيجة المشروع خسارة أم ربحا ،وقاعدة الغنم بالغرم تدفع الطرف الممول للحرص على المشروع قدر المستطاع منذ بداية المشروع -دراسات الجدوى- إلى نهايته ، كما أن الطرف الممول سيحاول أن يستثمر أمواله في المشاريع المرشحة كما أنه يحرص على متابعة المشروع في جميع مراحلها.

كما تتميز الصكوك الاسلامية بقبولها عند عامة المسلمين باعتبارها افتراض قيامها على الضوابط الشرعية وهو ما يسمح بحشد أكبر عدد من الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى كالبنى

التحتية(موانئ ،طرق ،جسور) ،مشاريع استخراج النفط والغاز إضافة إلى التوسعات الرأسمالية للشركات<sup>1</sup>، ويمكن توضيح ذلك كما يلي :

1. تمويل المشاريع الكبرى: يمكن للدولة أن تستغل الصكوك الاسلامية لتمويل المشاريع الكبرى كمشاريع البنى التحتية أو المشاريع الاستخراجية... إلخ والتي تتطلب سيولة كبيرة فتحقق بذلك عدة أهداف من هذه الخطوة أهمها:

- ✓ توفير السيولة لتمويل مشاريعها الكبرى.
- ✓ سد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة.
- ✓ التخلص أو التقليل من التبعية للخارج عن طريق الاستدانة .
- ✓ مساهمة المواطنين في هذه المشاريع يجعلهم أكثر حرصا على نجاحها وعلى بقاءها أكبر فترة ممكنة.

فيمكن للدولة أن تستغل مثلا صكوك الاجارة لتمويل المشاريع ذات المنفعة العامة فتكون الحكومة هي المستأجر والمستثمرين أو حملة الصكوك هم المكتتبين فيها سواء كانوا مواطنين أو حتى أجانبين.

2. تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات أهمية كبيرة في عملية التنمية الاقتصادية ،هي النواة الأساسية لتكوين المشاريع الكبرى، وتساهم بشكل كبير في محاربة الفقر، وتقليل البطالة نظرا للخصائص التي تتميز بها من مرونة وسهولة في التكوين مقارنة بالمؤسسات الكبرى وتشير بعض الاحصائيات إلى أنها تساهم بنسبة 66% من اجمالي الصادرات الصناعية في المانيا و47% من الصادرات الصناعية في ايطاليا و30% من اجمالي الصادرات الصناعية في اليابان و50% من اجمالي الناتج القومي الامريكى<sup>2</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق ،ص:19-20

<sup>2</sup> هاني سيف ،"دور الصندوق الاجتماعي في تنمية وتمويل المشروعات الصغيرة-التجربة المصرية- "،ملتقى حول اساليب التمويل الاسلامية للمشروعات الصغيرة ،مركز صالح كامل للابحاث والدراسات الاسلامية ،جامعة الازهر 2004/12/14 ،ص:1

و لكن ورغم الأهمية الكبيرة التي تلعبها هذه المؤسسات فهي عادة ما تصطدم بمشاكل عدة وخاصة في الدول النامية، من أهمها مشكلة الحصول على التمويل اللازم وارتفاع معدلات الفائدة، فتجد أن البنوك والمؤسسات المالية تفضل غالبا التعامل مع الشركات الكبيرة بسبب انخفاض درجة المخاطر الائتمانية<sup>1</sup>. من هنا يمكن للصكوك الاسلامية الاستثمارية وبمختلف أصنافها أن تلعب دورا هاما في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي تحتاجها عملية التنمية الاقتصادية، إذ يمكن تطبيقها لتمويل كل القطاعات سواء الصناعية، الزراعية، الحرفية، الخدمائية...، إلا أنني أميل إلى صكوك المشاركة وصكوك المضاربة بما فيها المتعلقة بالزراعة، باعتبارها تتناسب ومعظم المشاريع كما تنخفض على مستواها تلك المخاطر الشرعية التي تنجم عن عدم الانضباط الشرعي أو لوجود عدة شبهات.

3. أهمية الصكوك في تعبئة المدخرات المالية : إن المرونة التي تتمتع بها الصكوك الاسلامية تعطيها الفرصة لتجميع وحشد الأموال من مختلف الفئات فهي تتميز بتنوع آجالها بين الطويلة والقصيرة والمتوسطة، و تنوع فئات إصدارها من الفئات الصغيرة إلى الفئات الكبيرة، و تنوعها من حيث القابلية للتداول أو عدمه، إضافة إلى عدم تأثيرها بمستويات التضخم فهي صكوك قائمة على أصول حقيقية وارتفاع المستوى العام للأسعار سيرفع من قيمة هذه الأصول وبالتالي ارتفاع قيمة الصكوك وحتى قيمة عوائدها، كما أن الصكوك غير معرضة لمخاطر تغيرات سعر الفائدة بصفة مباشرة كونها لا تتعامل بها<sup>2</sup>.

إلا أننا نعتقد أنها قد تتأثر بطريقة غير مباشرة، إذ أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق سيجذب أصحاب الفوائض المالية الذين لا يهتمون بالجانب الشرعي نحو توظيف أموالهم في السوق التقليدي الربوي مما قد يؤثر في الطلب على الصكوك الاسلامية وبالتالي انخفاض قيمتها والعكس.

<sup>1</sup> بشارت هبا جميل، "التمويل المصرفي الاسلامي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة"، دار النفائس، عمان، ط1، 2008، ص:12  
<sup>2</sup> مطلق جاسر مطلق، "صكوك الاجارة واحكامها في الفقه الاسلامي -دراسة مقارنة بالاقتصاد الاسلامي-"، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم الشريعة الاسلامية، جامعة القاهرة، 2008، ص:33-34

الفرع الثاني :الصكوك بديلا للخصخصة :

في ظل الخلافات الناتجة عن قضية خصخصة المشاريع والمؤسسات العمومية والجدل القائم عن جدواها الاقتصادية، فللدولة إمكانية استغلال الصكوك الاسلامية من خلال إصدار مجموعة من الصكوك تمثل مشروعات القطاع العام على أن تحافظ على نسبة معينة من الصكوك تسمح لها بالتحكم في مصير مشروعاتها والحفاظ على أموالها.

و يمكن استغلال الصكوك كبديل للخصخصة من خلال الأساليب التالية<sup>1</sup>:

- ✓ بالنسبة للقطاعات الإنتاجية التي لا تتمكن الدولة من الاستثمار بها بالشكل الأمثل أو لم يعد بإمكانها التوسع في تمويلها لأجل تحسين أدائها، فبإمكان الدول في هذه الحالة أن تصدر صكوك مشاركة أو مشاركة منتهية بالتملك، حيث تبقي هذه الصكوك على ملكية المشروعات ملكية جماعية ، و تعهد إلى شركات خاصة ومؤسسات مالية مسؤولة إصدار الصكوك وإدارة المشاريع مع تخصيص جزء من الأرباح لها، وبهذه الطريقة فإن الدول ستضرب عصفورين بحجر واحد فهي قد حافظت على هذا القطاع الإنتاجي من جهة ، و أزاحت عن كاهلها عناء الإدارة والاشراف.
- ✓ أما في الشق الزراعي فبإمكان الدولة ان تستغل صكوك المزارعة مثلا ، كأن تصدر مؤسسة مالية صكوك مزارعة تمثل الأرض ورأس مال المزارعة وتطرحها للاكتتاب ، فتعهد الدولة إلى هذه المؤسسة استثمار هذه الارض مقابل تملك جزء من هذه الصكوك التي يكون لها عند انتهاء المزارعة غنمها وغرمها.
- ✓ كما يمكن إصدار صكوك المشاركة أو الاجارة المنتهين بالتملك في القطاعات الخدمائية كالطرق والموانئ والمطارات ، إذا تستثمرها الشركات المصدرة للصكوك ثم تنتهي ملكيتها للدولة.

<sup>1</sup> اسامة عبد الحليم الجورية ،"صكوك الاستثمار" ،رسالة ماجستير غير منشورة ،معهد الدعوة الجامعي للدراسات الاسلامية ،بيروت 2009 ،ص:177-

### المبحث الثالث :تجارب دولية في إصدار الصكوك الاسلامية

يتناول هذا المبحث بعض التجارب العربية و الاسلامية تتمثل في السودان،الأردن و ماليزيا

#### المطلب الاول:التجربة السودانية:

تعتبر التجربة السودانية تجربة رائدة ومميزة في المالية الاسلامية عموما باعتبارها أول دولة مسلمة قامت بتحويل قطاعها المصرفي بالكامل لعمل وفق أحكام الشريعة الاسلامية فقد استحدثت الحكومة السودانية سنة 1995 قانونا سمي بـ"قانون صكوك التمويل" بالموازاة مع قرارات الدولة الرامية لإلغاء الصيغ القائمة على الفائدة الربوية من معاملات الدولة عموما ،و بإصدارها لهذا القانون تكون السودان قد خطت أول خطوة نحو إيجاد أدوات استثمارية تمويلية بديلة للسندات التقليدية التي كانت تستخدم لإدارة السيولة ولسد العجز في ميزانية الدولة وذلك بهدف أسلمت النظام الاقتصادي والمالي في السودان.

فالمصارف السودانية العاملة كلها تعمل وفق النظام المصرفي الاسلامي في جميع السياسات والقوانين التي يصدرها البنك المركزي السوداني من قانون البنك المركزي ،قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ،قانون صكوك التمويل ،قانون الشركات وقانون الاستثمار كلها قوانين قائمة على مبدأ التوافق والقواعد الشرعية المجازة<sup>1</sup>.

من أهم الإصدارات التي عرفتها السودان منذ هذا التحول نجد:

#### الفرع الأول: صكوك الاستثمار الحكومية " صرح "

هذه الصكوك عبارة عن شهادات ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تعطي لحاملها حق المشاركة في أرباح تمويل المشروعات الحكومية عن طريق عقود الإجارة والمراحة والاستصناع والسلم بغرض تحقيق الربح وهي ذات آجال متوسطة وطويلة نسبيا من 5-7 سنوات تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولية عبر شركة السودان للخدمات المالية ،تم إصدارها لأول مرة في ماي 2003 وكان من بين أهم أهدافها:

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري ،"ضرورة الاقتصاد الاسلامي في حياتنا العملية"،مقالة على الأنترنت [www.ipc-Kw.com](http://www.ipc-Kw.com)، تاريخ الاطلاع 2014/05/10

- تشجيع الاستثمار
  - إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة<sup>1</sup>
- و لقد عرفت الفترة من 2003 إلى فيفري 2012 طرح 21 إصدارا لصكوك الاستثمار الحكومية تم الاكتتاب بها خلال فترات دورية مراعية في ذلك احتياجات وزارة المالية لتمويل التنمية ،و يمكن توضيح تلك الإصدارات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (09):إصدارات صكوك الاستثمار الحكومية 2003-2012

عدد الإصدارات	أجل الصكوك (السنوات)	فترة التوزيع	العدد الكلي للصكوك	القيمة الاجمالية (مليون جنيهه)
1	2	6	600000	60
2	6-3	6-3	1280000	228
3	6-5	3	6194908	619.5
3	6	6-3	5131675	513
5	6-2	6	4250102	425
3	3	6	1969143	197
1	3	6	3000000	300
1	3	6	5000000	500
1	3	6	4962501	496
1	4	6	3450754	345
21				3683.5

المصدر: تقارير شركة السودان للخدمات المالية من 2003 إلى 2012

<sup>1</sup> سليمان ناصر وربيعة بن زيد،"إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية"،المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي بعنوان إدارة المخاطر التنظيم والإشراف ،معهد الدراسات المصرفية ،عمان الأردن 06-08 أكتوبر 2012،ص21

هذا وقد ساهمت صكوك الاستثمار الحكومية في تمويل عديد القطاعات فتم توجيه نسبة 29% من مجموع المكتتب من الفترة 2003-2009 نحو قطاع الخدمات (صحة مياه وتعليم) 33.7% نحو البنى التحتية (طرق جسور...) و6.31% نحو القطاعات الإنتاجية، 8.8% لتمويل البنك الزراعي و22% نحو الإنفاق التشغيلي.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: شهادات المشاركة الحكومية "شهامة"<sup>2</sup>:

هي صكوك مالية تقوم على أساس شرعي تصدرها وزارة المالية والاقتصاد مقابل أصول حقيقية مملوكة لها نيابة عن حكومة جمهورية السودان ويتم تسويقها عبر شركة السودان للخدمات المالية المحدودة ومنافذ أخرى.

#### 1. طبيعة وسمات الشهادة:

تحمل كل شهادة قيمة مالية اسمية تحسب بالدينار وتمثل نصيباً في صافي الملكية المخصصة بواسطة الحكومة لهذا الغرض من مجموعة الوحدات الاستثمارية المختارة. تصدر الشهادات بأجال مختلفة ( 6 اشهر - عام )، وبفئات متعددة 50 ألف دينار - 100 ألف دينار - 200 ألف دينار - 500 ألف دينار، بحيث يمكن للمستثمر ان يشتري أي عدد من الشهادات من أي فئة.

تحسب أرباح كل شركة أو مؤسسة من شركات أو مؤسسات مكون الشراكة وفق نسبة صافي ملكيتها المخصصة لهذا الغرض وتوزع الأرباح علي مالكي شهادات شهامة بنسبة حصتهم في صافي حقوق الملكية علي مدي فترة الشراكة

<sup>1</sup> عثمان حمد مجّد خير، "تجربة السودان في مجال إصدار الصكوك الحكومية"، ورشة عمل: الصكوك الاسلامية، تحديات تنمية وممارسات دولية، BDO، الأردن، 6،7 شعبان 1431، ص:15

<sup>2</sup> المنتجات المالية الاسلامية لشركة السودان، موقع شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، <http://www.shahama-sd.com/ar/content/lsyg-lslmy>، تاريخ الاطلاع، 2014/10/10

**2. الأهداف:** يهدف إصدار هذا النوع من الشهادات الى:

- إدارة السيولة علي مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة بالتحكم في السيولة قبضاً أو بسطاً وفي ظل الشريعة الإسلامية.
- تغطية جزء من العجز في الموازنة إذا كان من المعتاد تغطيته بطباعة أوراق نقديه أو ما يسمى بالاستدانة بالعجز من البنك المركزي حيث ان طباعة هذه الأوراق له آثار تضخمية على الاقتصاد الوطني .
- تجميع المدخرات القومية وتشجيع الاستثمار عن طريق نشر الوعي الادخاري بين الجمهور وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار .
- خلق أوراق مالية إسلامية تكون بمثابة نواة للمساعدة في تطوير أسواق راس المال المحلية.

**3. مميزات الشهادة:** حسب شركة السودان للخدمات المالية فإن هذه الشهادة تتميز بما يلي:

- شرعية وتفي بكافة متطلبات العقود الشرعية وحصلت على فتوى تقبل بشرعيتها من الهيئة العليا للرقابة الشرعية للجهاز المصرفي.
- ذات مخاطر استثمارية متدنية حيث إنها مسنودة بأصول في وحدات اقتصادية تتميز بربحيتها العالية وإدارتها المتميزة وفي قطاعات اقتصادية مختلفة.
- ذات ربحية عالية مقارنة بأوجه الاستثمار الأخرى المتاحة.
- سريعة التسبيل حيث يمكن بيعها في أي لحظة وبسهولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوكالة العاملة بالسوق.
- يمكن استخدامها في تسوية المعاملات المالية كوسيلة دفع مضمونة السداد.

و يمكن ابراز اهم الإصدارات الخاصة بهذا النوع من الشهادات في الجدول الموالي :

**الجدول رقم (10) :تطور إصدارات شهادات شهامة خلال الفترة 2000-2012**

متوسط العائد السنوي	نسبة التطور	القيمة الكلية للشهادات (مليون جنيه)	عدد الشهادات المصدرة	فترة توزيع الأرباح (الاشهر)	أجل الشهادات (السنة)	عدد الإصدارات	السنة
26.9%	-	76.8	153530	12	1	3	2000م
30.1%	470.18%	437.9	875830	12-3	1	4	2001م
29.1%	47.07%	644.02	1288040	12-3	1	4	2002م
20.1%	75.63%	1131.1	2262270	12-6	1	4	2003م
19.1%	48.62%	1681.1	3362197	12-6	1	4	2004م
20.3%	65.81%	2787.6	5575274	12-6	1	4	2005م
15.6%	30.72%	3644.1	7288217	12	1	4	2006م
15.9%	15.88%	4223.1	8446201	12	1	4	2007م
15.8%	30.50%	5511.33	11022653	12	1	4	2008م
15.8%	34.84%	7432	14765179	12	1	4	2009م
15%	27.18%	9452.3	18904640	12	1	4	2010م
18%	17.85%	11139.8	22279547	12	1	4	2011
17.7%	16.93%	13025.83	26015660	12	1	4	2012
19.4	73.43%	5092.5	10173809				المتوسط
30.1	470.18%	13025.83	26015880				الحد الاعلى
15	16.93%	437.9	875830				الحد الادنى

المصدر : طه يوسف ،"تقويم تجرية السودان في الادوات المالية الاسلامية خلال الفترة 2000-2012م"،المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل

الإسلامي، المعهد الدولي للوقف الاسلامي، اسطنبول، 9-10 سبتمبر 2014، ص:20

أهم ما يمكن ملاحظته من خلال هذا الجدول أن الحكومة السودانية حرصت على زيادة إصداراتها من هذا النوع من الشهادات من سنة إلى أخرى إذ أن خلال جميع سنوات الدراسة فإن نسبة تطور الإصدارات كانت ايجابية ،مما يدل على استجابة هذا النوع من الشهادات للأهداف المرجو تحقيقها من خلال إصدارها وكذا قبولها لدى الجمهور الأمر الذي شجع على رفع قيمة الإصدارات من سنة لأخرى

### الفرع الثالث: شهادات مشاركة البنك المركزي شمم

وهي التي تم الاتفاق فيها بين بنك السودان ووزارة المالية وتعرف باسم شمم وهي شهادات مشاركة تتيح لحاملها مشاركة بنك السودان ووزارة المالية، وتمت إجازة الشهادة من قبل الهيئة العليا للرقابة الشرعية في شهادات يصدرها بنك السودان مقابل مساهماته ومساهمة وزارة المالية في رؤوس أموال بعض البنوك التجارية وهي ذات قيمه واحدة وقابلة للتداول ولأجل مفتوح وهي مشاركة بالمنفعة. ويمكن ان يتم تداول هذه الشهادات بين المصارف وتمثل آلية تستخدمها السلطة النقدية للتحكم في السيولة.

هدفت شهادات شمم إلى تحقيق الآتي<sup>1</sup>:

- إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي .

- منح البنوك فرصة لاستثمار فوائضها لأجل قصيرة.

#### 1. آلية عمل شهادات شمم:

تبنى العلاقة في شهادات شمم وفقاً للآتي :

- المستثمرون (المصارف).

- الشركة (مدير الصندوق).

- بنك السودان المركزي (المالك لمكون الشراكة والجهة المستفيدة من هذه الشهادات في إدارة السيولة).

أ. تبنى العلاقة بين المستثمرين والشركة على قيام الشركة بتمليك المستثمرين المعلومات المرتبطة بالأداء المالي للأصول المكونة للشراكة .

ب. تنشئ الشركة الصندوق نيابة عن بنك السودان المركزي ويوضع تحت إدارتها بغرض إصدار الصكوك .

ج. يمثل الصك بعد استثماره موجودات قائمة وحقيقة لمكون الشراكة .

د. يتحدد العائد علي الصكوك وفق الأداء المالي لمكون الشراكة .

و قد بدأ العمل بهذه الشهادة في العام 1998 م وانتهى العمل بها في العام 2004 م

<sup>1</sup> المنتجات المالية الإسلامية لشركة السودان، مرجع سابق، تاريخ الاطلاع 2014/10/11

ما يعاب على التجربة السودانية في إصداراتها للصكوك الإسلامية هو أن سوق صكوك الاستثمار الحكومية لا توفر للمستثمرين معلومات كافية عن مفهوم هذه الصكوك وآلية عملها و البيانات المالية و غير المالية الكافية عن الشركات و المؤسسات و غيرها من الأصول التي يتم فيها استثمار مدخراتهم. كما لا تلتزم إدارة سوق الخرطوم للأوراق المالية (و التي يتم فيها تداول هذه الصكوك) بالأسس المتعارف عليها للإفصاح والشفافية، حيث لا تقوم بنشر البيانات المالية لتلك المؤسسات و الأصول التي يتم فيها استثمار مدخرات المستثمرين في هذه الصكوك، إضافة إلى عدم وضع شروط خاصة بالسماسة و المستشار الشرعي و مختلف المهنيين المتدخلين في سوق الاوراق المالية الإسلامية.

### المطلب الثاني: التجربة الأردنية

تعتبر المملكة الأردنية المهد الأول لظهور الصكوك الإسلامية وفي بداية الثمانينات من خلال إصدار قانون مؤقت خاص بسندات المقارضة سنة 1981 في حين ان أول دراسة متعلقة بفكرة الصكوك هي دراسة الدكتور سامي حمود الموسومة بـ "سندات المقارضة" و التي كانت ضمن إنشاء مشروع قانون مؤقت خاص بالبنك الإسلامي الأردني سنة 1978.

و لقد كانت الجهة المصدرة لهذه السندات هي وزارة الاوقاف وشؤون المقدسات الإسلامية، بعد ذلك تم إصدار القانون الخاص بصكوك التمويل الإسلامي رقم (30) لعام 2012 والذي الغى القانون السابق رقم (10) لعام 1981 الذي اعتبر أول قانون معاصر خاص بالصكوك الإسلامية في العالم.

### الفرع الأول: قانون صكوك التمويل الإسلامي رقم (30) لعام 2012:

يرى العديد من المصرفيين الأردنيين أن قانون صكوك التمويل الإسلامي المصادق عليه بالأردن هو قانون جد متطور، بدأ من حيث انتهت تجارب الآخرين في دول مثل ماليزيا والبحرين، معتبرين أنه يمثل بديلا إسلاميا للخصخصة الرأسمالية إذ يحافظ على أصول الدولة عن طريق "خصخصة المؤقتة"<sup>1</sup>. و يمكن تلخيص اهم ما تضمنه القانون فيما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> "الأردن يقر تشريعات الصكوك ومصرفيون يؤكدون: بديل إسلامي ينقذ القطاع العام عبر "خصخصة مؤقتة"، <http://arabic.cnn.com/business/2014/07/26/jordan-sukuk-islamic-finance>.

<sup>2</sup> "القانون رقم (30) الخاص بصكوك التمويل الإسلامي"، الجريدة الرسمية، الأردن، 2012، ص: 3244-3258

- 1.1 التعاريف :فقد نصت المادة 2 من القانون على أهم التعاريف المتعلقة الكلمات الدلالية التي تضمنها القانون ،كالصكوك الاسلامية ،المشروع ،نشرة الإصدار ،الشركة ذات الغرض الخاص ،الموجودات والمنافع... إلخ
- 2.1 الهيئات ذات العلاقة بالإصدار : (المواد 3 إلى 7) وتتمثل أساسا في:
  - أ. تعيين 4 خبراء اقتصاديين وماليين في الاقتصاد الاسلامي بمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.
  - ب. هيئة الرقابة الشرعية المركزية مع تحديد الليات تشكيل الهيئة ومهامها.
- 3.1 عقود التمويل الاسلامي :من خلال المادة 8 من القانون فإن الصكوك الاسلامية محصورة مبدئيا في سبعة أنواع وهي الاجارة ،المضاربة ،المشاركة ،السلم ،الاستصناع ،المراجعة ،و بيع حق الانتفاع ،كما أعطيت لهيئة الرقابة الشرعية المركزية صلاحية إجازة أي نوع آخر موافق لأحكام الشريعة الاسلامية.
- 4.1 الجهات المصدرة للصكوك: حددت المادة 11 من القانون الجهات المخول لها إصدار الصكوك إما مباشرة أو من خلال شركة ذات غرض خاص وهي :الحكومة ،المؤسسات الرسمية العامة والمؤسسات العامة بعد أخذ موافقة مجلس الوزراء ،البنوك الاسلامية ،الشركات التي تقدم خدمات التمويل الاسلامي والشركات والمؤسسات التي تحصل على موافقة المجلس.
- 5.1 شروط الإصدار : من خلال المادة 13 من القانون تم تحديد شروط المشروعات التي تصدر صكوك التمويل الاسلامي وهي أن يكون المشروع مدرأاً للدخل ،مستقلا عن باقي مشاريع الجهة المصدرة ،له حسابات مستقلة وغير محظور شرعا.
- 6.1 المتدخلون في عملية الإصدار : وهنا تم تحديد المتدخلين في عمليات الإصدار ومهامهم من مجلس المفوضين ،أمين الإصدار ،وكيل الدفع ،متعهد التغطية... إلخ إضافة إلى اهم ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار (المادة 14 و 15).
- 7.1 الإعفاءات : تبين المادتين 20 و 21 أن عملية التصكيك معفاة من كافة رسوم التراخيص والضرائب العامة والدخل ولا تخضع الأرباح المتولدة من الصكوك لضريبة الدخل ،و للاستفادة من هذه الاعفاءات يشترط تقديم تعهدات من الشركة ذات الغرض الخاص والجهة التي أنشئتها بأن يتم إصدار الصكوك خلال مدة لا تتجاوز السنة من تاريخ نقل الموجودات أو المنافع نحو الشركة ذات الغرض الخاص وإطفاء الصكوك خلال المدة المحدد في نشرة الإصدار.

الفرع الثاني: الضمانات التي اشتمل عليها القانون: من خلال المواد التي يتضمنها القانون فإنه يوفر مجموعة من

الضمانات الشرعية، المالية، القانونية والإدارية ويمكن إبرازها فيما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ الضمانات الشرعية: أعطى القانون مجموعة من الضمانات الشرعية تمثلت في النقاط التالية: أن يكون المشروع غير محظور شرعاً كما ورد في التعريفات.
- ✓ تعيين أربعة مفوضين غير متفرغين من الخبراء في الاقتصاد الإسلامي وتحديد آلية اتخاذ القرار بشأن الصكوك الإسلامية في جلسة المفوضين وتحديد النصاب القانوني للاجتماع.
- ✓ تعيين هيئة الرقابة الشرعية المركزية من خبراء فقه المعاملات، و بمشاركة ثلاثة مراقبين من خبراء الأوراق المالية.
- ✓ تضمين مهام مجلس المفوضين ما يلي:
  - التأكد من الالتزام بالقرارات الصادرة عن هيئة الرقابة الشرعية المركزية.
  - التأكد من تضمين نشرة الإصدار آراء الهيئة أو ملاحظاتها، و كذلك الإشارة إلى وجود قرار صادر عن الهيئة يعتمد آلية الإصدار ومراقبة تنفيذه طيلة مدة الإصدار.
  - التأكد من أن تضمن نشرة الإصدار النص على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.
  - التأكد من تضمين نشرة الإصدار مشاركة مالك الصك في الغنم والغرم.
- ✓ تضمين مهام هيئة الرقابة الشرعية المركزية: التحقق من استمرار التعامل في الصكوك من الإصدار إلى الإطفاء وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها وذلك بناء على تقارير تطلبها من الجهات ذات العلاقة.
- ✓ تحديد العقود التي تصدر الصكوك بموجبها، و إحالة الموافقة على أي عقد آخر إلى موافقة هيئة الرقابة الشرعية.
- ✓ الاشتراط لإصدار الصكوك موافقة المجلس بعد إجازة هيئة الرقابة الشرعية لها.
- ✓ التأكيد على مبدأ ملكية الصكوك لمالكيها للتفريق بينها وبين السندات.
- ✓ جواز وجود متعهد إعادة شراء أو متعهد استرداد بما لا يتعارض مع مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.
- ✓ تراعى مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها في تعليمات تسجيل نشرة الإصدار .

<sup>1</sup> باسل الشاعر، "التشريعات النازمة للصكوك الإسلامية في القانون الأردني"، بحث مقدم لاجتماع خبراء آليات ومتطلبات إصدار الصكوك الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان الأردن، مارس 2013، ص: 4-7

- ✓ يتم إدراج الصكوك وتداولها في السوق المالي أو أي سوق آخر مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.
  - ✓ يتم تسجيل الصكوك وإيداعها في مركز الإيداع مع مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.
  - ✓ يجوز تداول الصكوك خارج السوق المالي وفقاً لتعليمات يصدرها المجلس بعد موافقة هيئة الرقابة الشرعية المركزية.
  - ✓ يتم توزيع موجودات صندوق مواجهة مخاطر الاستثمار عند الإطفاء على مالكي الصكوك بقرار مشترك من مجلس المفوضين وهيئة الرقابة الشرعية المركزية.
  - ✓ إحالة أي حالة لم يرد النص عليها في هذا القانون وتوابعه إلى قانون الأوراق المالية وأحكام القوانين ذات العلاقة بشرط مراعاة مبادئ الشريعة الإسلامية وأحكامها.
- 1.1 الضمانات المالية : سعى قانون صكوك التمويل الإسلامي إلى تقديم ضمانات مالية للمكاتب من خلال تسهيل عملية التصكيك لتلك المشاريع المدرة للأرباح إضافة لمحاولة حماية المكاتبين بأكبر قدر ممكن من خلال :
- ✓ اشتراط أن يكون المشروع محل التصكيك مدراً للدخل.
  - ✓ تحديد النسبة المستحقة من العائد المتوقع لمالكي الصكوك في نشرة الإصدار.
  - ✓ اشتراط أن يكون للمشروع ذمة مالية مستقلة عن الذمة المالية للجهة المصدرة.
  - ✓ استقلال المشروع عن المشروعات الأخرى للجهة المصدرة.
  - ✓ أن يكون للمشروع حسابات مالية مستقلة تظهر في نهاية السنة المالية مركزه المالي ونتائج أعماله.
  - ✓ يتولى تدقيق حسابات المشروع محاسب قانوني أو أكثر تعينه الجهة المصدرة، وتصدر البيانات وفقاً لمعايير المحاسبة والمراجعة الإسلامية المعتمدة للبنوك الإسلامية.
  - ✓ بيان الجدوى الاقتصادية للمشروع.
  - ✓ تعيين أمين للإصدار يرضى حقوق مالكي الصكوك وتعاون مع ممثليهم في حماية هذه الحقوق.
  - ✓ يجوز أن يكون لصكوك التمويل الإسلامي متعهد تغطية واحداً أو أكثر.
  - ✓ جواز تأسيس صندوق مواجهة مخاطر الاستثمار في الصكوك من قبل الجهة المصدرة.

2.1 الضمانات الإدارية : كما تضمن القانون مجموعة من الضمانات الادارية المتمثلة في:

- ✓ التقارير التي تطلبها هيئة الرقابة الشرعية من الجهات ذات العلاقة.
- ✓ إنشاء الشركة ذات الغرض الخاص وتسجيلها لدى مراقب عام الشركات.
- ✓ إدارة المشروع ومتابعة شؤونه من قبل الشركة ذات الغرض الخاص في حال وجودها.
- ✓ تحديد المدة الزمنية التي بانقضائها يتعين إعادة الأموال للملكي الصكوك في حال عدم اكتمال الإصدار لعدم التغطية أو لأي سبب آخر.

و رغم ان المصادقة على القانون ونشره بالجريدة الرسمية كان خلال 2012 إلا انه ولغاية ديسمبر 2015 لم يتم بعد إصدار الصكوك الاسلامية في الأردن ،غير انه وبعد موافقة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية على الطلبات المقدمة من وزارة المالية وسلطة المياه وشركة الكهرباء الوطنية، بتعيين البنك المركزي الأردني مدير إصدار وحافظ أمين ووكيل دفع، لغايات إصدار صكوك التمويل الإسلامي، يتوقع ان يكون عام 2016 عام إصدار صكوك التمويل الاسلامية بالأردن وذلك بعد استكمال البنية التشريعية والتنظيمية المتعلقة بإدارة وإصدار هذه الصكوك، وتأخذ هذه الصكوك الطابع السيادي أي تصدر لمصلحة وطنية وهذا ما يبرر تكليف البنك المركزي بالقيام بهذه المهمة ،و سيكون إلى جانب البنك المركزي بنك الأردن دبي الإسلامي والذي سيتولى مهمة أمين الإصدار ،أما الأطراف المستهدفة من هذا ستكون البنوك كافة العاملة في الجهاز المصرفي الأردني سواء كانت إسلامية أو تقليدية وصندوق استثمار الضمان الاجتماعي إضافة إلى شركات التأمين وصناديق الادخار ،بحيث تتمكن الجهات المستفيدة من الإصدار من تأمين بعض من حاجاتها التمويلية بالاعتماد على السوق المحلية والاستفادة من فائض السيولة لديها.

## المطلب الثاني: التجربة الماليزية:

تعتبر ماليزيا من أكبر الدول الرائدة في اعتماد الصيرفة والأدوات المالية الإسلامية (رغم الانتقادات الموجهة لبعض من هذه الأدوات) سواء من الناحية التاريخية باعتبارها من أوائل المنخرطين في المالية الإسلامية أو من حيث الكمية باعتبارها تحوز على أكبر الحصة السوقية للمالية الإسلامية عبر العالم، إلا أن هذا التطور لم يأتي من فراغ بل هو اجتماع لعدة عناصر ساهمت في ذلك.

### الفرع الأول: مقومات نشوء ونمو الصكوك بماليزيا

هناك عدة عناصر ساهمت في انتشار الصكوك الإسلامية في ماليزيا وثقافة التعامل بالأدوات المالية الإسلامية يمكن أن نعددها فيما:

#### 1. المقومات الثقافية

اجتمعت في المجتمع الماليزي مجموعة من العوامل الثقافية الاجتماعية التي ساهمت بشكل كبير في دفع عجلة نمو الصناعة المالية الإسلامية نذكر أهمها<sup>1</sup>:

##### 1.1. تأثير علماء الدين والمشايخ

فلقد ساهم علماء الدين وأئمة المساجد بشكل فعال في تطوير المعاملات المالية الإسلامية ومنها الصكوك، و هذا من خلال الحديث والتلميح والتأكيد في كل مرة على مخاطر التعاملات الربوية وتقديم مختلف الأدلة من القرآن والسنة والتي تحذر من ربا وتتوعد الربا والمرابي، هذا من جهة ومن جهة أخرى فقد كانوا ينصحون ويشجعون الناس على التعامل بالأدوات التي يحترم فيها الشرع، هذا ما أدى إلى توجه فئات عديدة (أفراد، مؤسسات اقتصادية، تعاونيات،... إلخ) نحو المعاملات الإسلامية ونفورهم من المعاملات الربوية.

<sup>1</sup> سيد عثمان الحبشي "The History of sukuk development in Malaysia: Legal and governance perspective"; بحث مقدم خلال مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، جامعة اليرموك -الأردن؛ 12-13 نوفمبر 2013؛ ص

## 2.1. جماعات الضغط

فلقد عرفت ماليزيا تزايداً كبيراً لعلماء الشريعة الذين تلقوا تكويناً على أعلى مستوى في جامعة الأزهر بالقاهرة وجامعات المدينة ومكة المكرمة، و بزيادة عددهم أصبحوا يشكلون جماعة ضغط على الحكومة لإنشاء تخصصات وجامعات اسلامية وهيئات مالية إسلامية، كما عمل الشباب على تشكيل جمعيات ومنظمات إسلامية ضاغطة تهتم بالدعوة ولعل أكثر هذه الحركات تأثيراً نجد حركة الشباب الاسلامية بزعامة أنور ابراهيم.

## 3.1. التعليم التربوي الاسلامي

رغم تغير أساليب التعليم ما قبل سنة 1970 وما بعده، إلا أن التعليم الأساسي في ماليزيا وحتى في الثانوي كان يقوم على التربية الاسلامية، فعمل على ترسيخها في ذهن التلاميذ منذ الصغر هذا ما ترجم في حياتهم اليومية وفي تفكيرهم الاسلامي، و بالتالي فإن ميولهم ستكون بصفة آلية نحو ما هو اسلامي.

## 3.1. إنشاء جامعة اسلامية بمواصفات عالمية

في سنة 1983 تم إنشاء الجامعة الاسلامية العالمية، في بداية الأمر اقتصرت الكليات على كلية القانون التي تدرس القانون الوضعي والشريعة الاسلامية، و كلية الاقتصاد ونجد بها تخصص الاقتصاد الاسلامي، المالية وإدارة الاعمال، و بعد أربع سنوات سجلت الجامعة تخرج أول دفعة متمثلة في 130 متخرج، أما الآن فهي تحتوي على 14 كلية في مختلف التخصصات، و تلعب الجامعة الاسلامية العالمية دوراً هاماً في تطوير المالية الاسلامية في ماليزيا فمعظم المسؤولين والمسيرين في المؤسسات والهيئات المالية الاسلامية هم من خريجي هذه الجامعة.

## 5.1. الضغوط السياسية

كانت الحكومة تواجه ضغوطاً شديدة من المعارضة التي كانت تحاول استغلال الطلبة المتخرجين من الجامعات والمدارس الاسلامية، فلجأت الحكومة إلى دعم الهيئات والمؤسسات المالية الاسلامية وتوسعتها، فتضرب عصفورين بحجر، فتقوم بتوظيف الطلبة المتخرجين من المعاهد والجامعات الاسلامية من جهة، و من جهة أخرى فهي تبدي حسن نيتها تجاه المالية الاسلامية ما أدى إلى إضعاف المعارضة السياسية.

إن العناصر الخمس المذكور كانت أهم العوامل التي ادت إلى انطلاق وانتشار المالية الاسلامية في ماليزيا اين تبناها وتقبلها الماليزيون نظرا لثقافتهم الاسلامية التي مست جميع نواحي الحياة ،هذا ما يفسر انتشار 18 بنك اسلامي منها ما هو محلي ومنها ما هو أجنبي إضافة إلى 16 مؤسسة خاصة بالتأمين التكافلي ،إضافة إلى سوق راس المال المتمثلة في بورصة كوالا لامبور للأوراق المالية .

## 2. المؤسسات الداعمة للمالية الاسلامية في ماليزيا

الانتشار الواسع للمالية الاسلامية بما فيها الصكوك ما كان لينجح لولا توفر عدة مؤسسات تقوم بتسهيل وتطوير ودعم هذا النوع من المعاملات ولعل من أهم هذه المؤسسات نذكر:

**1.2. البنك المركزي الماليزي :** الذي قام بإصدار عدة أنظمة وقوانين في اتجاه تحرير وتطوير الصيرفة

الاسلامية وإصداره للضوابط الخاصة بعمل اللجنة الشرعية للمؤسسات المالية.

**2.2. رابطة المؤسسات المصرفية الاسلامية AIBIM:** والتي تهدف الى<sup>1</sup>:

\* تعزيز الممارسات المصرفية الاسلامية السليمة في ماليزيا.

\* تمثيل مصالح الأعضاء (البنوك والمؤسسات المالية المنخرطة) في الداخل والخارج.

\* تقديم المشورة والمساعدة إلى الأعضاء المعنيين بخصوص تطوير الصيرفة والتمويل الإسلامي على

المستوى المحلي والإقليمي والعالمي

\* تنسيق المبادرات المتعلقة تنمية رأس المال البشري للأعضاء.

\* تعزيز الوعي لدى المجتمع بالمالية الاسلامية واهميتها للفرد والبلد.

**3.2. مجلس الخدمات المالية الاسلامية IFSB:** تأسس هذا المجلس في نوفمبر 2002 في حين بدأ

نشاطه بتاريخ 10 مارس 2003 ،و المجلس عبارة عن منظمة دولية تهتم بإصدار معايير الرقابة

ومبادئ ارشادية لمجموع الخدمات المالية الاسلامية من قطاع مصرفي ،تكافلي وأسواق مالية.

**4.2. الهيئة العالمية لإدارة السيولة:** تأسست الهيئة في 2010 وتهدف إلى إصدار ادوات مالية متوافقة

مع احكام الشريعة الإسلامية وتسهيل زيادة التدفقات الاستثمارية إليها عبر الحدود ما يساعد البنوك

الاسلامية على إدارة فائض السيولة بكفاءة وفعالية.

<sup>1</sup>About AIBIM ;" <http://aibim.com/dev/index.php/about/who-are-we> ; 10/10/2014

5.2. المركز الدولي للتعليم المالي الاسلامي INCEIF: ويهدف هذا المركز الذي انشئ سنة 2005 من طرف البنك المركزي إلى تكوين مجموعة كبيرة من الخبراء الدوليين والمحترفين في مجال الصيرفة الاسلامية.

### 6.2. الجامعة الاسلامية العالمية.

7.2. هيئة الأوراق المالية الاسلامية: أنشأت سنة 1993 وتهدف إلى تطوير وتنظيم سوق الأوراق

المالية وكذا متابعة وتنمية سوق راس المال الاسلامي

### 3. تشجيع صناعة الصكوك الاسلامية في ماليزيا

لقد عملت الحكومة الماليزية بمؤسساتها على تشجيع الصناعة المالية الاسلامية عموما والصكوك الاسلامية خصوصا ، و يتجلى هذا التشجيع في الواقع من خلال التطور الذي عرفته إصدارات الصكوك من سنة لأخرى ويمكن ابراز هذا التطور في المحطات التالية :

• سنة 1990 :أصدرت شركة Shell Sdn Bhd أول صك إسلامي بقيمة 192 مليون رينجت بصيغة البيع بالثمن الآجل.

• 1997 : أطلقت شركة KHAZANAH الماليزية أول صكوك مراهجة حكومية كمحاولة لتجزئة بديل عن السندات التقليدية.

• 2000: تم فرض تعيين مستشارين شرعيين مستقلين على مصدري السندات الاسلامية.

• 2000 :- أصدرت شركة Gutrine Bhd أول صكوك اجارة بمبلغ 150 مليون دولار ، و هي أول صكوك اسلامية تابعة لشركة اعتبارية (خاصة) في التاريخ ، و تمثل اولى الصكوك التي تصنيفها قبل إدراجها. -اطلقت الحكومة الماليزية صكوك الاجارة المعروفة بالصكوك الماليزية الدولية بمبلغ 600

مليون دولار حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم التي تصدر الصكوك الحكومية الدولية.

• 2003 : سمحت الحكومة بخضم تكاليف إصدار السندات الاسلامية من ميزانيتها الحومية.

• 2004: - أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الاسلامية ، و كان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التسييري لإصدار الصكوك الاسلامية.

-أصدرت الشركة الاعتبارية Ingress أول صكوك اسلامية على شاكلة الصكوك الماليزية الدولية.

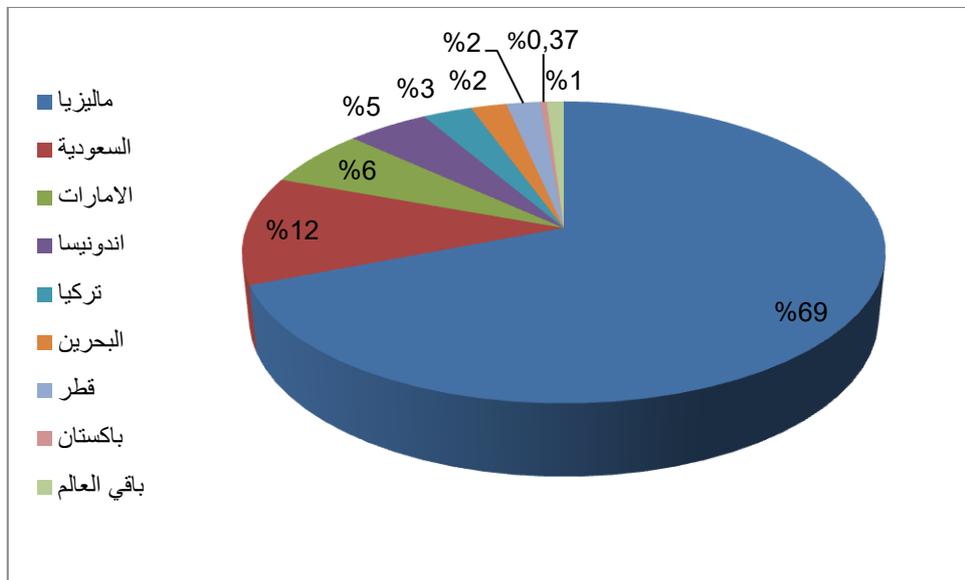
- أصدرت الشركة الخاصة SARAWAK أول صكوك إجارة دولية لمدة 5 سنوات بمبلغ 350 مليون دولار.
  - أصدرت IFC (International Finance Corporation) وهي مؤسسة مالية تابعة للبنك الدولي ،صكوك اسلامية بمبلغ 500 مليون رينجت.
  - 2005 :- أصدر البنك الدولي صكوك اسلامية شبه سيادية بقيمة 760 مليون رينجت ماليزي
  - إصدار صكوك مشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Berhad بقيمة 2.5 مليار رينجيت.
  - 2006 : -إطلاق أول مؤشر دولي للصكوك في كولالمبور عُرف بـ Dow Jones Citigroup يسمح بقياس عمل الصكوك الاسلامية ذات الايراد الثابت.
  - قامت شركة KHAZANAH بإصدار أول صكوك مشاركة قابلة للتداول موافقة للشريعة الاسلامية وقد تم إدراجها في بورصة هونغ كونغ.
  - سنة 2007 : إصدار أكبر صكوك قابلة للتداول بقيمة 850 مليون دولار امريكي من طرف شركة KHAZANAH إضافة إلى إصدار صكوك بقيمة 15.4 مليار رينجت من قبل شركة Binariang.
  - سنة 2008 : أول إصدار من طرف شركة ذات غرض خاص مموله من طرف بنك التنمية الاسلامية بقيمة 1 مليار رينجت.
  - سنة 2009 : إصدار صكوك اسلامية بالدولار الامريكي قيمتها 1.5 مليار دولار من طرف شركة Nasional Bhd Petrolim.
  - سنة 2012 : أكثر من 136 إصدار بقيمة تتجاوز 97 مليار دولار وبصيغ مختلفة<sup>1</sup>.
- هذا ولا زال لحد الآن يشهد سوق الصكوك توسعا وتطورا هاما في السوق المالي الماليزي ،فعند الحديث عن 97 مليار دولار كإصدارات سنة 2012 فإننا نتكلم عن رقم قياسي في إصدار الصكوك.

<sup>1</sup> sukuk repor, 4<sup>th</sup> edition, IIFM 2013.p:84

الفرع الثاني :إصدار الصكوك في ماليزيا :تعتبر ماليزيا واحدة من الدول الرائدة في قطاع التمويل الإسلامي، ومن أقدم الدول تطبيقاً لأنظمة الاقتصاد الإسلامي، حتى أصبحت ماليزيا اليوم مركزاً دولياً للتمويل الإسلامي، ومحوراً لصياغة الضوابط والمفاهيم التنظيمية لإدارة هذا القطاع تحت مظلة الاقتصاد الإسلامي في وقت أصبح لقطاع التمويل الإسلامي وهجاً عالمياً كبيراً خلال فترة قصيرة، وانتشر هذا القطاع عالمياً كبديل ناجح للأنظمة الاقتصادية التقليدية .

لقد قدرت قيمة إصدارات الصكوك سنة 2013 ما قيمته 82.4 مليار دولار أي ما يعادل 271 مليار رينجت ماليزي وهو ما يمثل 69% من إصدارات الصكوك عبر العالم والشكل الموالي يوضح حصة ماليزيا من إجمالي الإصدارات العالمية.

الشكل(10):توزيع نسبة إصدار الصكوك عبر العالم حسب البلد (سنة 2013)



source :sukuk report ، 4<sup>th</sup> edition ،IIFM 2013،p:84

هذا الكم الهائل من الصكوك الصادرة في ماليزيا ما كان ليكون لولا حرص الحكومة الماليزية على تطوير المالية الإسلامية وتوفير المناخ الملائم بداية من ترسيخ الثقافة الإسلامية في المجتمع، و إلى التكوين الجدي في مجال الاقتصاد الإسلامي وتوفير المؤسسات القائمة على المالية الإسلامية، و لقد كان لماليزيا سبق في إصدار أول صكوك اجارة حكومية دولية بمبلغ 600 مليون دولار سنة 2002.

1. أهم الصكوك المقيدة بسوق الاوراق المالية الماليزية : من أهم الصكوك الموافق على إصدارها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية نجد:

1.1. صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة : وتعرف صكوك البيع بالثمن الآجل بأنها " الوثائق والشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى ، و إصدارها قائم على أساس البيع بالثمن الآجل " و تعتبر عملية البيع بالثمن الآجل ذلك العقد الذي يربط بين البائع والمشتري بحيث يتم بيع السلعة بثمان مؤجل ويكون السعر أعلى مقارنة بالتسليم الفوري للسلعة والثمن. تختلف صكوك المرابحة عن صكوك البيع بالثمن الآجل من حيث آجال الاستثمار ،فإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل يتعلق عادة بالاستثمارات طويلة الأجل (خمس سنوات فأكثر) ،أما إصدار صكوك المرابحة فيمس الاستثمارات القصيرة (من 3 اشهر إلى أقل من سنة) والمتوسطة الأجل (من سنة إلى خمس سنوات)<sup>1</sup> يمكن توضيح التطور الذي عرفه إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة الموافق عليها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية في الجدول الموالي:

الجدول (11): تطور إصدار صكوك المرابحة وصكوك البيع بالثمن الآجل بسوق الأوراق المالية

الوحدة :مليار رينجت

الماليزية من 2005 إلى 2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	السنوات	
0	0	0	0	0	0.08	0	1.3	2.4	2.6	15.7	القيمة	صكوك البيع بالثمن الآجل
0	0	0	0	0	0.2	0	3.1	2	6.2	36.3	النسبة %	
32.1	60.5	32.1	39.1	7.1	3.3	0.15	0.56	23	3.9	14.5	القيمة	صكوك المرابحة
66.4	79.5	32.3	55	9	8.2	0.4	1.3	19	9.4	33.5	النسبة %	
32.1	60.5	32.1	39.1	7.1	3.4	0.15	1.9	25.5	6.54	30.3	القيمة	البنون
66.4	79.5	32.3	55	9	8.4	0.4	4.4	21	15.6	69.8	النسبة %	

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

Securitie Commission of Malaysia :annual repports2005(p:2-21) ;2006(p:6-45) ;2007(p:6-49) ;2008(p:6-55) ;2009(p:6-51) ;2010(p6-54) ;2011(p:6-56) ;2012(p:6-62) ;2013(p:153) ;2014(p:144) ;2015(p:169).

<sup>1</sup> سعيدة حرفوش ،"سوق الـأوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق" ،رسالة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة المدينة ،2009 ،ص:180

ما نلاحظه هو أن صكوك المراجعة والبيع بالثمن الآجل وبعد ان كانت تسجل نسبة مرتفعة من اجمالي الصكوك قبل 2006، أصبحت تنخفض تدريجيا من 2006 إلى 2001 ويعود ذلك حسب رأينا إلى ظهور منتجات جديدة لم تكن من قبل وخص بالذكر صكوك المشاركة والمضاربة والإجارة... إلخ، ثم عادت للارتفاع مجددا إذ بلغت نسبة 79.5% سنة 2014 ويعود ذلك إلى انخفاض درجة المخاطرة في هذا النوع من الصكوك مما يشجع العديد من المستثمرين إلى الاكتتاب بها.

## 2.1. صكوك الاستصناع: لقد كانت صكوك الاستصناع من بين أول أنواع الصكوك التي دخلت سوق

رأس المال الماليزي إذ كان أول إصدار موافق عليه سنة 2001، و تقوم صكوك الاستصناع على

التمويل المسبق (دين) للسلعة أو المنتج المراد استصناعه .

و لقد عرف تطور هذا النوع من الصكوك ازدهارا في بداياته ثم تراجع وجوده منذ 2007 والجدول الموالي يوضح ذلك .

الجدول(12):تطور صكوك الاستصناع الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية

(2015-2005)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	6.3	0.88	11	0.08	0	0	0	0	0	0	0
النسبة%	14.5	2.1	9	0.2	0	0	0	0	0	0	0

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

Securitie Commission of Malaysia :annual reports2005(p:2-21) ;2006(p:6-45) ;2007(p:6-49) ;2008(p:6-55) ;2009(p:6-51) ;2010(p6-54) ;2011(p:6-56) ;2012(p:6-62) ; 2013(p:153) ;2014(p:144) ;2015(p:169).

الملاحظ هو أنه منذ سنة 2008 لم يتم إدراج صكوك الاستصناع في السوق الثانوي بعد بروز صكوك المشاركة وصكوك الاجارة، اما قبل 2008 فقد كانت النسبة تتراوح بين 14.5% لسنة 2005 إلى 0.2% سنة 2008 أي ان النسبة كانت بين المتوسطة والضعيفة.

**3.1. صكوك الاجارة :** تعتبر ماليزيا كأول دولة في العالم تقوم بإصدار صكوك إجارة سيادية دولية بقيمة 600 مليون دولار وكان ذلك سنة 2002 بحيث تستحق سنة 2007، أما أول إصدار محلي بالعملة المحلية فقد كان سنة 2004، و الجدول الموالي يوضح التطور الذي عرفته عملية إصدار صكوك الاجارة والموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية

**الجدول (13): تطور صكوك الاجارة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2004-2015**

(مليار رينجت)

السنة	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	0.3	1.25	2.06	13.3	6.26	0	13.7	10.2	6.4	4	1	3.4
النسبة %	2.05	2.9	4.9	11	14.5	0	34	13	9	4	1.3	7

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

**Securitie Commission of Malaysia :annual reports**2005(p:2-21) ;2006(p:6-45) ;2007(p:6-49) ;2008(p:6-55) ;2009(p:6-51) ;2010(p6-54) ;2011(p:6-56) ;2012(p:6-62) ;2013(p:153) ;2014(p:144) ;2015(p:169).

نلاحظ أن قيمة ونسبة صكوك الاجارة المصدرة والموافق عليها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية لم تعرف منحنى مستقر، فمنذ 2004 سجلت ارتفاعا من حيث النسبة والقيمة إلى أن بلغت 13.3 مليار رينجت سنة 2007 ثم عادت إلى الانخفاض إلى غاية ارتفاعها من جديد سنة 2010 وهكذا، ما يعني أن هناك حاجة إلى هذا النوع من الصكوك لتمويل المشاريع دائما، أما التغير في النسب فيعود إلى حجم الاستثمارات التي تتغير من سنة إلى أخرى.

**4.1. صكوك المشاركة:** لقد كان أول إصدار لصكوك المشاركة وموافقا عليه من طرف الهيئة سنة

2005 من طرف شركة Capital Bhd Musyarakah ثم تلاحت بعدها الإصدارات لهذا

النوع من الصكوك إلى يومنا هذا كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (14):تطور صكوك المشاركة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015

(مليار رينجت)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	5.46	29.4	70.3	22.2	33.5	16.7	50.7	13.5	29.7	6.4	5.8
النسبة%	12.6	70	58	51.4	99.6	42.1	64	19	30	8.42	12

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

Securitie Commission of Malaysia :annual repports2005(p:2-21) ;2006(p:6-45) ;2007(p:6-49) ;2008(p:6-55) ;2009(p:6-51) ;2010(p6-54) ;2011(p:6-56) ;2012(p:6-62) ;2013(p:153) ;2014(p:144) ;2015(p:169).

يبدو واضحا من خلال الجدول أن نسبة استحواذ صكوك المشاركة على إجمالي الصكوك المصدرة والمدرجة بسوق الأوراق المالية كان معتبرا في السنوات الأولى وقد كان كاسحا خلال سنة 2009 بنسبة قدرت بـ99.6%، في حين كانت نسبة 0.4% المتبقية لصالح صكوك المراجعة وهذا في غياب كلي لباقي انواع الصكوك، إلا أنه ومنذ سنة 2011 بدأت هذه النسبة تتراجع نوعا ما من حيث القيمة أو النسبة لصالح صكوك المراجعة التي يبدو انها أصبحت تستهوي الشركات المصدرة والمكتتبين بسبب تدني نسبة المخاطرة بها.

**5.1 صكوك المضاربة:** لم يكن لصكوك المضاربة مكانة كبيرة إذا ما قورنت بصكوك المراجعة والمشاركة وقد كان أول إصدار لصكوك المضاربة خاصا بـ PG Municipal Assets Bhd سنة 2005 بمبلغ 80 مليون رينجت ماليزي وتم الإصدار بما يتوافق وتوجيهات هيئة الأوراق المالية الماليزية بخصوص إصدار صكوك المضاربة سنة 2004، و يمكن أن نلخص تطور صكوك المضاربة منذ سنة 2005 إلى 2015 من خلال الجدول التالي:

الجدول(15) : تطور صكوك المضاربة الموافق عليها من طرف الهيئة خلال الفترة 2005-2015

(مليار رينجت)

السنة	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة	0.08	3.15	1.2	0.52	0	0.24	3.94	1.42	0	2	0
النسبة %	0.2	7.5	1	1.2	0	0.6	5	2	0	2.63	0

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

Securitie Commission of Malaysia :annual repports2005(p:2-21) ;2006(p:6-45) ;2007(p:6-49) ;2008(p:6-55) ;2009(p:6-51) ;2010(p6-54) ;2011(p:6-56) ;2012(p:6-62) ;2013(p:153) ;2014(p:144) ;2015(p:169).

نلاحظ من الجدول اعلاه أن حجم إصدار صكوك المضاربة في سوق الأوراق المالية الماليزية يتميز بالضعف مقارنة بإجمالي الصكوك المصدرة إذ تتراوح نسبة المساهمة بين 0% و7.5% أي بمعدل 1.83% خلال سنوات الدراسة.

**2.تقييم التجربة الماليزية :** أي تجربة وفي أي مجال قد يكون لها عدد من الايجابيات وعدد آخر من النقائص أو السلبيات إلا أن العبرة بالنتائج ،فأساس التجربة الماليزية في الاقتصاد الاسلامي عموما والصكوك الاسلامية خصوصا كان يقوم أساسا على العنصر البشري لتحقيق الأهداف المرجوة على المدين المتوسط والبعيد مساهم تطور المالية الاسلامية والنمو الاقتصادي بشكل كبير، إلا أن التجربة الماليزية قد واجهت مجموعة من الانتقادات تتعلق بالأدوات المالية المعتمدة:

**1.2. الجانب الايجابي في التجربة الماليزية :** ما يثير الانتباه في التجربة الماليزية هو أنها:

- انطلقت من العنصر البشري من خلال تكوينه الاسلامي .
- تجنيد مختلف المؤسسات والجمعيات للتعريف والتوجيه نحو الاقتصاد الاسلامي .
- الانفتاح نحو العالم والاستفادة من الأفكار والأبحاث المنتشرة عبر العالم الاسلامي .
- تبني فكرة الصكوك الاسلامية والعمل على تطويرها وتطوير مختلف منتجاتها .
- الاهتمام بضمان استقرار سياسي واجتماعي لإنجاح التجربة .
- تشجيع المؤسسات العمومية والخاصة على إصدار الصكوك الاسلامية وإدراجها في السوق الثانوي .
- الاعتماد على مبدأ التدرج في توسيع نطاق المالية الاسلامية .

2.2. الانتقادات الموجهة للتجربة الماليزية : بالرغم من المكانة التي تتمتع بها ماليزيا في مجال التصكيك الاسلامي والريادة التي تحوزها، إلا أن هناك انتقادات لهذه التجربة هي بالأساس شرعية، تتمثل في إشكالية توريق الديون، فمن أهم الانتقادات الموجهة للتجربة الماليزية هي مسألة توريق الديون أو بيع الدين بالدين وبيع العينة في حالة صكوك البيع بالثمن الآجل، فمثل هذه الصكوك لا تجيزها دول كثيرة كدول الخليج العربي، فماليزيا تعتمد على المذهب الشافعي وهو المذهب الوحيد الذي يحكم على بيع العينة بين الجواز والكراهية، في حين أن المذاهب الأخرى تحكم على هذا النوع بالتحريم، لكن من خلال المعطيات السابقة فإن هناك توجه نحو التخلي التدريجي عن هذا النوع من الصكوك على الاقل بالنسبة للصكوك المدرجة في السوق الثانوية.

### خلاصة الفصل الرابع

من خلال هذا الفصل يتبين الدور الكبير الذي يمكن ان تلعبه الصكوك الاسلامية في تنشيط ودفع عجلة الاقتصاد القومي من خلال تعبئة الموارد المالية اللازمة لتمويل مختلف الاستثمارات، كما أن كل نوع من الصكوك يمكن ان يتلاءم واحد القطاعات الاقتصادية، سواء كان في سوق المال أو التجارة أو الزراعة أو الصناعة. كما توفر امتيازات لحاملها ومصدرها وتجنبهم الوقوع في المحذور الموجود في السندات التقليدية المتمثل في الفوائد الربوية

لقد عرف سوق الصكوك انتشارا وتوسعا معتبرا في السنوات الاخيرة لدى العديد من الدول سواء العربية أو الاسلامية أو حتى الدول الغربية، و لعل ابرز الدول الرائدة في هذا المجال هي ماليزيا، من خلال الإصدارات التي تقوم بها من حيث العدد والقيمة، أو من حيث السياسة المنتهجة للترويج لهذا النوع من الادوات المالية الاسلامية

# الفصل الخامس:

خصائص السوق المالية الجزائرية

ومتطلبات إنشائها للصكوك

الإسلامية

### تمهيد

إن إدماج أي نوع من الأدوات المالية في السوق يتطلب توفر عوامل قد تختلف من بلد إلى بلد أو من بيئة إلى أخرى، فإذا أردنا إدماج الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية فلا بد من إجراءات استباقية وجب توفرها، ولأجل ذلك فمن المهم تشخيص الوضع والبيئة الاقتصادية في الجزائر ودراسة مدى قبول هذا النوع من الأدوات في السوق الجزائرية.

هذا ما يضطرنا إلى دراسة المناخ المالي والمصرفي فأى الجزائري، هيكله وتنظيمه، ومكانة الخدمات المالية الإسلامية في السوق الجزائرية ومدى انتشارها به

و لأجل دراسة مدى قبول الصكوك الإسلامية في الجزائر فقد لجأنا إلى توزيع عدد من الاستبانات على فئات مختلفة رأينا ان لها دخلا في السوق المالية أو أن لها الكفاءة والخبرة المتعلقة بالدراسات الاقتصادية والمالية والإسلامية.

## المبحث الأول : تطور النظام المصرفي والمالي الجزائري

**المطلب الأول :النظام المصرفي غداة الاستقلال :** يتكون النظام المصرفي في الجزائر من مجموعة من البنوك التجارية، منها العمومية ومنها الخاصة ومنها ما هو مختلط، تنشط تحت رقابة البنك المركزي الجزائري، إضافة إلى عدد من المؤسسات التي تقدم خدمات مالية.

### الفرع الأول :البنك المركزي بعد الاستقلال :

#### 1. نشأة البنوك المركزية

تعتبر البنوك المركزية حديثة النشأة إذا ما قورنت بالبنوك التجارية، ولعل التطور الكبير للعمل المصرفي واحتلاله مكانة معتبرة في الحياة الاقتصادية هو الذي استوجب ظهور هيئة منظمة تتمثل في البنك المركزي.

تعود نشأة البنوك المركزية تاريخيا إلى بداية القرن السابع عشر ميلادي من خلال إنشاء بنك امستردام سنة 1609 والذي يعتبر أول بنك إصدار في اوروبا، فكان يستقبل السبائك الغينية والفضة الاسبانية (من خلال مستعمراتها)<sup>1</sup>، ثم بنك السويد المعروف باسم Riks bank الذي أنشأ سنة 1656 والذي اعيد تنظيمه سنة 1668، وبنك إنجلترا "Bank of england" والذي انشأ سنة 1694م<sup>2</sup>، تلته بعد ذلك بنوك كل من فرنسا 1800م، هولندا 1814م، البنك الوطني البلجيكي 1850م ثم توالى باقي دول العالم الواحدة تلو الأخرى<sup>3</sup>.

فالمهمة الأساسية التي كان يقوم بها البنك المركزي في بداياته هي الإصدار النقدي مستخفا بذلك مختلف البنوك التجارية الناشطة في الدولة التي كانت تقوم بهذه المهمة . وبإنشاء البنك المركزي أو بنك الإصدار التابع للدولة أصبح للحكومة حق احتكار الإصدار النقدي والرقابة على العملة وتوفير الضمان بتحويلها إلى ذهب أو فضة.<sup>4</sup>

أما حاليا فإن البنك المركزي يؤدي العديد من المهام ذات الطبيعة المختلفة، مما أدى إلى اختلاف التعاريف الخاصة بهذا البنك باعتبار أن أي تعريف ينطلق من وظائف البنك والتي تتغير من دولة إلى أخرى ومن زمن إلى آخر، ومن بين التعاريف نذكر:

<sup>1</sup> LIMA Pascal ;"Economie bancaire et croissance economique" ;DUNOD ;Paris 2012 ;p:16

<sup>2</sup> عبد المنعم سيد علي ونزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص:128

<sup>3</sup> رضا صاحب ابو حمد، "إدارة المصارف :مدخل تحليلي كمي معاصر"، دار الفكر للطباعة والنشر، الاردن، 2002، ص:61

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص:61

- البنك المركزي شخصية اعتبارية عامة مستقلة ، حيث يتولى تنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقا للخطة العامة للدولة ، وله حق الاطلاع في أي وقت على دفاتر وسجلات البنوك بما يكفل الحصول على كافة المعلومات التي تساعد في تحقيق أغراضه.<sup>1</sup>
- البنك المركزي لدولة ما هو بنك البنوك ،فهو المقرض الأخير لها الذي يوفر السيولة اللازمة لاستمرارها في تأدية نشاطاتها.<sup>2</sup>
- البنك المركزي هو مؤسسة مركزية نقدية تقوم بوظيفة بنك البنوك ووكيل مالي للحكومة ومسؤول عن إدارة النظام النقدي في الدولة وباختصار يأتي البنك المركزي على رأس المؤسسة المصرفية في البلاد كما لا يقوم البنك المركزي بتلك الأعمال التي تقوم بها البنوك التجارية.<sup>3</sup>

يمكن أن نعرف البنك المركزي على أنه " هيئة نقدية حكومية تعمل على رسم السياسة النقدية و تنظيم العمل البنكي من خلال مراقبته ودعمه والتدخل في الوقت المناسب حال حدوث أي خلل فيه"

و يتميز البنك المركزي بمجموعة من الخصائص أهمها :<sup>4</sup>

- ✓ يحتل مكانة الصدارة وقمة الجهاز المصرفي بما يتميز به من سلطة الرقابة العليا على المصارف التجارية والمصارف الأخرى لما له من قدرة على خلق وتدمير النقود القانونية.
- ✓ يتمتع بالقدرة على تحويل الاصول المالية إلى اصول نقدية والعكس بالعكس ،أي أنه قادر على خلق النقود القانونية والمهيمن على شؤون النقد والائتمان في الاقتصاد الوطني فهو ليس مجرد مؤسسة نقدية عادية.
- ✓ ينفرد البنك المركزي دون غيره من المصارف في كونه مؤسسة عمومية تسعى لتنظيم النشاط المصرفي وتشرف عليه وتشترك مع الحكومة في رسم ملامح السياسة الاقتصادية وتنفيذ محتواها عن طريق التدخل والتوجيه والمراقبة.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ،"إدارة البنوك" ،الدار الجامعية للطباعة والنشر ،بيروت 1997 ،ص:59

<sup>2</sup> Dumas Benjamin ;"La monnaie et les banque dans l'economie" ، Educa Vision ;ISBN 1-58432-287-x ،2005,p:305

<sup>3</sup> ضياء مجيد الموسوي ،"الاقتصاد النقدي" ،دار الفكر ،الجزائر 1993 ،ص:244

<sup>4</sup> ضياء مجيد الموسوي ،"اقتصاديات النقود والبنوك" ،مؤسسة شباب الجامعة ،مصر 2010 ،ص:242

- ✓ تعتبر النقود التي يصدرها البنك المركزي نقودا قانونية ذات إبراء نهائي في التعامل عكس النقود التي تصدرها المصارف الأخرى التي تبرئ ذمة الدين لكنها لا تلزم الدائن بقبولها عند التعامل.
- ✓ لا يهدف البنك المركزي لتحقيق الربح فالهدف من قيامه هو تحقيق المصلحة العامة وتنظيم النشاط النقدي والمصرفي والاقتصادي، فهو آلة في يد الدولة تستعملها كوسيلة مهمة لتنفيذ سياستها النقدية والمالية.

## 2. البنك المركزي الجزائري

**1.2. نشأته:** مما سبق ذكره تتجلى لنا أهمية البنك المركزي في رسم السياسة النقدية والمصرفية وتنظيمها، لهذا فإن السلطات الجزائرية وبعد الاستقلال مباشرة عملت على استرجاع كامل حقوقها بما في ذلك حق إصدار النقد وإنشاء عملة وطنية من خلال إنشاء البنك المركزي الجزائري في شكل مؤسسة عمومية وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي وذلك بموجب القانون رقم 62-441 المصادق عليه من قبل المجلس التأسيسي في 13 ديسمبر 1962 والذي سمح بإحلال البنك المركزي الجزائري محل بنك الجزائر بداية من 01 جانفي 1963م.<sup>1</sup>

يعتبر إنشاء البنك المركزي مبررا لتلبية غرض مزدوج من منظور المهمة المسندة لهذه الهيئة والمتمثل في :

- الغرض الأول :و يتمثل في وجوب تنظيم العمليات المسموحة للبنك المركزي وإعطاء الحكومة إمكانية المراقبة اللازمة.

- الغرض الثاني : وهو وجوب تمتع إدارة البنك المركزي بالاستقرار والاستقلالية اللازمين لممارسة صلاحياتها.

يعرف البنك المركزي الجزائري حسب الأمر رقم 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض في مواده 2-9-10-11-12 بأنه "مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، ويعد تاجرا في علاقاته مع الغير كما يدعى ببنك الجزائر، يحكمه التشريع التجاري وقواعد المحاسبة التجارية ولا يخضع لإجراءات المحاسبة العمومية ومراقبة مجلس المحاسبة، رأسماله ملك للدولة ولا يمكن حله إلا بموجب قانون يحدد كفاءات تصنيفته."

<sup>1</sup> محمود حميدات، "مدخل التحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط3، 2005، ص:125

## 2.2. الهيكل التنظيمي لبنك الجزائر: يتكون بنك الجزائر من :

- أ. محافظ البنك ونوابه: حسب الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض والأمر 04-10 المؤرخ في 01 سبتمبر 2010 المعدل والمتمم للأمر رقم 03-11 فإن محافظ البنك المركزي يعين بمرسوم رئاسي إضافة لنوابه الثلاثة فيتم تعيينهم بنفس الطريقة
- ب. المديريات العامة: بالإضافة إلى محافظ البنك ونوابه فإن البنك المركزي يحتوي على 11 مديرية عامة تتفرع كل واحدة منها إلى عدة مديريات فرعية وتتمثل المديريات الإحدى عشر فيما يلي :
- ب.1. المديرية العامة للمفتشية العامة: دورها مراقبة وكالات بنك الجزائر والبنوك التجارية والمؤسسات المالية.
- ب.2. المديرية العامة للصندوق العام: مهمتها الاشراف على إصدار أو إلغاء الأوراق النقدية ومراقبتها.
- ب.3. المديرية العامة للعلاقات المالية الخارجية : تعمل على تسيير الأرصدة والعمليات الخارجية والسهر على المصالح البنكية مع الخارج وكذلك على الأسواق والتمويلات الخارجية.
- ب.4. المديرية العامة للدراسات: يتمثل دورها في جمع البيانات والإحصاءات وتحليلها اقتصاديا مع نشر وترجمة هذه الوثائق.
- ب.5. المديرية العامة للقرض والتنظيم البنكي: مهمتها القيام بعمليات إعادة تمويل البنوك والسهر على تسيير السوق النقدية والمالية والتنظيم البنكي ومنح الرخص لإنشاء البنوك بالإضافة إلى تسيير البنوك التجارية.
- ب.6. المديرية العامة للصرف: تهتم بجميع العمليات المتعلقة بالصرف، إضافة إلى تسيير المديونية الخارجية وكذا ميزان المدفوعات.
- ب.7. المديرية العامة للشبكة ونظام الدفع: مهمتها دعم وتوجيه وكالات بنك الجزائر سواء تعلق الأمر بتسيير الوكالات أو نظام الدفع.
- ب.8. المديرية العامة لطبع النقود: وظيفتها طبع الأوراق النقدية، الميداليات، الصيانة... الخ
- ب.9. المديرية العامة للموارد البشرية: مهمتها تسيير الموارد البشرية للبنك، التكوين، الوقاية والأمن وتسيير الخدمات الاجتماعية.
- ب.10. المديرية العامة للإدارة والوسائل: و التي تحتوي على مديريات فرعية تهتم بالمحاسبة، الموازنة، المراقبة، تسيير الوسائل العامة والتطوير... الخ

ب.11. المديرية العامة للمدرسة العليا للبنك : وتسهر هذه المديرية على التكوين القصير والطويل المدى وتوفير الوسائل البيداغوجية وتسيير موارد المدرسة... الخ

ج. مجلس الادارة ومجلس النقد والقرض: كان لمجلس النقد والقرض دورين إذ يمثل مجلس إدارة البنك من جهة ودور السلطة النقدية من جهة أخرى، إلا أن الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض فقد فصل بين الدورين فأصبح البنك يتكون من :

● مجلس الإدارة : يتكون من المحافظ (رئيسا)، نواب المحافظ الثلاث (أعضاء)، ثلاثة موظفين سامين معينين بمرسوم رئاسي، إضافة إلى ثلاثة مستخلفين لهم عند الحاجة (المواد من 18 إلى 25 من الأمر رقم 03-11 من الأمر المتعلق بالنقد والقرض).

● مجلس النقد والقرض : أما مجلس النقد والقرض وحسب المواد من 58 إلى 62 من الأمر 03-11 فيتكون من أعضاء مجلس الادارة لبنك الجزائر إضافة إلى شخصين يختاران بموجب مرسوم رئاسي يكونان ذا كفاءة في المجال الاقتصادي والنقدي، ويرأس المجلس محافظ بنك الجزائر الذي بإمكانه أن يستدعيه للاجتماع ويحدد جدول أعماله.

د. هيئة المراقبة: فحسب المادتين 26 و 27 من الأمر المذكور أعلاه فإن هيئة المراقبة تتألف من مراقبين يتم تعيينهما بموجب مرسوم رئاسي ويقوم المراقبان بمراقبة عامة تشمل جميع مصالح بنك الجزائر وجميع العمليات التي يقوم بها، كما يعملان على إعداد تقارير تسلّم إلى كل من مجلس الادارة والوزير المكلف بالمالية.

#### الفرع الثاني : مهام ووظائف البنك المركزي الجزائري

تنظم المواد من 35 إلى 57 من الأمر 03-11 المتعلق بالنقد والقرض كل من صلاحيات وعمليات البنك المركزي الجزائري إضافة للأمر 04-10 المتمم والمعدل للأمر 03-11 على النحو التالي:

1. صلاحيات بنك الجزائر : يمكن أن نعدد صلاحيات بنك الجزائر كالتالي :

- ✓ - التدخل في ميادين النقد والقرض والصراف وتوفير أفضل الشروط لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي.
- ✓ يحق لبنك الجزائر أن يطلب من البنوك والمؤسسات المالية وكذا الادارات المالية وكل شخص معني أن يزوده بالإحصاءات والمعلومات التي يراها مفيدة.

✓ يساعد بنك الجزائر الحكومة في علاقاتها مع المؤسسات المالية المتعددة الاطراف والدولية،ويمكن عند الحاجة أن يمثل الحكومة لدى هذه المؤسسات وفي المؤتمرات الدولية.

✓ يشارك بنك الجزائر في عمليات التفاوض الخاصة بالاتفاقيات الدولية للدفع والصرف والمقاصة ويتولى تنفيذها.

2. وظائف بنك الجزائر :تتلخص وظائف بنك الجزائر في ثلاثة وظائف أساسية تم إبرازها في القانون 03-

11 والقانون 04-10 والمتمثلة فيمايلي :

### 1.2. الإصدار النقدي :

يصدر بنك الجزائر العملة النقدية ضمن شروط التغطية المحددة في الفقرة "أ" من المادة 62 من القانون 03-11 وتتضمن تغطية النقد كل من

- السبائك الذهبية والنقود الذهبية

- العملات الاجنبية.

- سندات الخزينة.

- السندات المقبولة تحت نظام إعادة الخصم أو الضمان أو الرهن.

### 2.2. بنك الحكومة :

فباعتبار بنك الجزائر بنكا للحكومة فإنه مخول ليقوم بالعمليات التالية :

أ. من خلال المواد 36،46،49،50،62 من القانون 03-11 فإن بنك الجزائر يؤدي دور الوكيل

والمستشار المالي للحكومة، إذ تستعين به الحكومة في مختلف القضايا التي تمس النظام المالي والمصرفي

وتسمح باستقراره، كما يشرف على رسم السياسة النقدية، تنفيذها، متابعتها وتقييمها، إضافة لتسيير

احتياطات الصرف، كما يمكن له أن يقوم بتمويل الخزينة العمومية في شكل مكشوفات بالحساب

الجاري لا تتجاوز في حدها الاقصى 10% من إيرادات الميزانية السابقة للدولة وتستحق في فترة لا

تتجاوز 240 يوم متتالية أو غير متتالية في حدود سنة تقويمية واحدة.

ب. يمثل الحكومة اما الهيئات الدولية والمؤسسات والمؤتمرات الدولية (المادة 37 من القانون 03-11)

### 3.2. بنك البنوك :

باعتباره بنك البنوك فإن بنك الجزائر يقوم بالعمليات التالية :

أ- الاشراف على تنظيم الجهاز المصرفي : باعتبار بنك الجزائر المسؤول الأول عن الجهاز المصرفي فإنه يعمل على وضع مختلف الإجراءات والتعليمات التي تساهم في تنظيم الجهاز المصرفي والمتمثلة أساسا في :

- ☒ وضع مختلف المعايير واللوائح المنظمة لعمليات البنوك عبر التراب الوطني بالإضافة إلى منح الاعتماد للبنوك والمؤسسات المالية أو الفروع الاجنبية أو المحلية بمزاولة النشاط في الجزائر.
- ☒ الرقابة الدفترية والميدانية على حسابات البنوك.
- ☒ الاشراف على عملية المقاصة بين البنوك وتنظيمها.

ب- المقرض الاخير للجهاز المصرفي : وتتم هذه العملية عن طريق مجموعة من الآليات ، كالتسييقات وعمليات الخصم وإعادة الخصم ، وبيع أو شراء السندات والأوراق المالية المنصوص عليها في قانون النقد والقرض.

اذن ومما سبق يتضح لنا أن قانون النقد والقرض وبمختلف التعديلات التي طرأت عليه فقد منح لبنك الجزائر الضوء الاخضر لممارسة مختلف المهام المتعارف عليها في مختلف البنوك المركزية عبر العالم ، دون التفرقة بين الايديولوجية المتبعة بين بنك وآخر من خلال فرض مجموعة من الآليات التي تهدف إلى فرض الرقابة على الجهاز المصرفي الجزائري.

#### الفرع الثالث :هيكل النظام المصرفي الجزائري :

1. المؤسسات المالية والنقدية في الجزائر : يقوم النظام المصرفي الجزائري على ثلاث هياكل رئيسية تتمثل في كل من البنك المركزي ،البنوك التجارية والمؤسسات المالية ،اذ يمكن أن نلخص توزيع هذه الهياكل من خلال الجدول الموالي :

الجدول رقم(16):المؤسسات المكونة للنظام المصرفي والمعتمدة خلال سنة 2016

المؤسسات المالية			البنوك التجارية		البنك المركزي
مكاتب اتصال	ذات غرض خاص	ذات غرض عام	الخاصة	العمومية	
القرض الصناعي التجاري <b>CIC</b>	الصندوق الوطني للاستثمار	<b>CNMA</b>	بنك البركة	<b>BNA</b>	بنك الجزائر
			Crédit agricole corporate et investment bank		
اتحاد البنوك العربية والفرنسية <b>UBAF</b>		<b>SRH</b>	فرع سيتي بنك city bank	<b>CPA</b>	
			الشركة المصرفية العربية ABC		
البنك التجاري البريطاني العربي <b>BACB</b>		<b>ALC</b>	NATIXIS		
			Société General	<b>BADR</b>	
البنك التجاري البريطاني العربي <b>BACB</b>		<b>Cetelem</b>	فرع البنك العربي		
			Bnp paribas algerie		
<b>MONTE DEI PASHI DI SIENA</b>		<b>MLA</b>	Trust Bank	<b>CNEP</b>	
			بنك الاسكان للتجارة والتمويل Housing Bank		
<b>Banco Sabadel</b>	<b>SOFINANCE</b>	<b>ILA</b>	بنك الخليج AGB	<b>BDL</b>	
			Fransa Bank		
		<b>EDI</b>	فرع HSBC		
			مصرف السلام SNL		

المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الموقع الرسمي لبنك الجزائر [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)

ما يلاحظ من الجدول أن معظم المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر تتجه نحو عمليات التمويل عن طريق عقود التأجير، أما فيما يخص البنوك التجارية فمن حيث العدد نلاحظ أن البنوك التجارية الخاصة هي الغالبة بـ 14 بنك خاص مقابل 6 بنوك عمومية، لكن هذا العدد لا يعكس نسبة الاستحواذ على إجمالي الودائع والقروض إذ أن 90% منها موجودة لدى البنوك العمومية ويمكن توضيح هذا التوزيع من خلال الجدول الموالي:

### الجدول (17): توزيع إجمالي الودائع والقروض للسوق المصرفية الجزائرية سنة 2003

النشاط المصرفي	حصة البنوك العمومية	حصة البنوك الخاصة
إجمالي الودائع	90%	10%
إجمالي القروض	95%	5%

Source: Naas abdelkrim, "le système bancaire algerien (de la décolonisation a l'économie de marché", édition INAS, paris, 2003, p: 13

## 2. مميزات الجهاز المصرفي الجزائري : يتميز النظام المصرفي الجزائري بمجموعة من الخصائص تتمثل أساسا في :

- سيطرة المصارف العمومية على إجمالي السوق المصرفية إذ أن أكبر 5 بنوك جزائرية هي بنوك عمومية تسيطر على 72.3% من الحصة، 75.3% من إجمالي الودائع و 57.7% من إجمالي القروض<sup>1</sup>.

انخفاض حجم التغطية: إذ أن شبكة البنوك الجزائرية لا تتوفر على العدد الكافي من الوكالات والفروع لأجل تحقيق مستوى التغطية الملائمة والذي يقدر بشباك واحد لكل 3000 مواطن كمعدل عالمي بينما الجزائر لا تتوفر على أكثر من شباك واحد لكل 26500 مواطن، في حين أنها تصل إلى شباك لكل 1200 مواطن في بعض الدول العربية<sup>2</sup>، كما أن افتقار البنوك الجزائرية لفروع لها بالخارج قد يحرم الدولة من الاستفادة من أموال المودعين الجزائريين في المهجر

- التخلف عن مواكبة التطورات: فرغم الإصلاحات التي قامت بها الدولة بإصدار الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقروض والذي تلاه رفع الحد الأدنى لرأس مال البنوك والمؤسسات المالية، واعتماد نظام

<sup>1</sup> اتحاد المصارف العربية، "هيكلية القطاع المصرفي الجزائري"، www.Uabonline.org، تاريخ المشاهدة: 2015/01/03

<sup>2</sup> شوادير حمزة، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، دار عماد الدين للنشر، عمان-الاردن، ط1، 2014، ص: 348

الدفع الآلي بين البنوك.... الخ، إلا أن النظام المصرفي الجزائري لازال يسجل تأخرا في استخدام أنظمة الدفع وطرق الاتصال الحديثة خاصة إذا ما قورنت ببعض الدول العربية والافريقية.

### المطلب الثاني : أدوات الرقابة النقدية المستخدمة من طرف بنك الجزائر :

يقصد بالرقابة النقدية مجموع السياسات التي تعتمدها الدولة والممثلة عادة في البنك المركزي بهدف التحكم في حجم الكتلة النقدية المتوفرة في السوق والتي من ضمنها النقود التي تخلقها البنوك التجارية ،هذا وتسعى الرقابة النقدية لتحقيق مجموعة من الاهداف أهمها :

☒ توجيه النشاط الائتماني للبنوك التجارية إلى القطاعات الاقتصادية المستهدفة من عملية التنمية.

☒ حماية أموال المودعين من خلال الزام البنوك باعتماد معايير الحيطة والحذر وتقليل المخاطرة.

☒ ضبط التوسع في عمليات الإقراض مما يجنب الوقوع في الازمات المالية والاقتصادية.

و لكي يتم تحقيق الاهداف المذكورة أعلاه فإن للسلطات النقدية مجموعة من الآليات المعتمدة في الرقابة النقدية:

### الفرع الأول :الرقابة على السيولة البنكية:

ينتهج البنك المركزي مجموعة من السياسات التي تسمح له بالتحكم في السيولة البنكية وبالتالي التحكم في التوسع الائتماني ،إما بتقليصه أو الرفع منه ،كما تسمح له بحماية أموال المودعين وتمثل هذه السياسات أساسا في :

### 1. سياسة الاحتياطي الالزامي (الاجباري) : اذ يقوم البنك المركزي بفرض نسبة على حسابات الودائع لدى

البنوك التجارية تسمى الاحتياطي الالزامي ،فيتم ايداع هذه النسبة من الودائع لدى حسابات البنك المركزي ،فتستعمل لحماية أموال المودعين من جهة والتحكم في التوسع الائتماني للبنوك التجارية من جهة أخرى.

☒ آلية عمل سياسة الاحتياطي الالزامي : إن الرفع من نسبة الاحتياطي الالزامي أو خفضها

يكون حسب التوجه أو الهدف الذي ترغب السلطة النقدية في الوصول اليه ،فعند الرفع من نسبة الاحتياطي مثلا فإنها بذلك تقلل من الأموال المتوفرة لدى البنوك التجارية التي كانت ستستعملها لإعادة إقراضها وبالتالي فقد تكون أضاعت فرصا للربح هذا من جهة ،ومن جهة

أخرى فإن البنوك ولتعويض الفرص الضائعة ستلجأ إلى رفع أسعار الفائدة على القروض مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود ومنه انخفاض حجم الكتلة النقدية المتداولة. أما في حال رغبت السلطة في التوسع النقدي فإنها ستلجأ خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي أو الإجمالي.

**2. سياسة معدل إعادة الخصم :** يعتبر سعر إعادة الخصم بمثابة سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصمه لما يقدم إليه من كمبيالات وأذونات خزينة<sup>1</sup>، كما يعبر عن سعر الفائدة الذي يتلقاه البنك المركزي نظير تقديم القروض للبنوك التجارية باعتباره الملجأ الأخير للإقراض<sup>2</sup>.

**☒ آلية عمل سياسة إعادة الخصم:** تقوم البنوك التجارية بخصم الأوراق التجارية التي يتقدم بها عملائها مقابل الحصول على معدل خصم فتحتفظ بهذه الأوراق ليوم استحقاقها، إلا أنها قد تضطر إلى الحصول على سيولة جاهزة من أجل تلبية طلبات السحب على الودائع أو لأجل تمويل عملية الإقراض فتلجأ إلى البنك المركزي لإعادة خصم هذه الأوراق مقابل معدل إعادة الخصم<sup>3</sup>.

ففي حال أراد البنك إحداث انكماش (تقليص في حجم الائتمان المصرفي) فإنه يقوم برفع معدل إعادة الخصم ما يضطر البنوك التجارية هي الأخرى للرفع من معدلات الخصم على الأوراق التجارية وكذا معدلات الفائدة على قروضها ومنه انخفاض الطلب على القروض وتقلص بذلك الكتلة النقدية وفي حال كان هدفه العكس (التوسع في الائتمان) فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم.

**3. سياسة السوق المفتوحة:** يقصد بعمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية (الحكومية) من تلقاء نفسه في السوق المالية والنقدية، ولأجل هذا قد يحتفظ البنك المركزي بمحفظة تضم السندات ذات الآجال المتفاوتة المدة، وتسمى عادة بالمحفظة الاستثمارية<sup>4</sup>.

**☒ آلية عمل سياسة السوق المفتوحة :** في سياسة السوق المفتوحة يقوم البنك المركزي بالتدخل إما بكونه بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية بحسب الأهداف التي يصبو إليها.

<sup>1</sup> ناظم محمد نوري الشمري، "النقود والمصارف والنظرية النقدية"، دار زهران للطباعة، عمان-الأردن، ط1، 2007، ص:194.

<sup>2</sup> جميل الزيدانين، "اساسيات الجهاز المصرفي"، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، ص:81.

<sup>3</sup> عبد المنعم سيد علي وسعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص:365-366.

<sup>4</sup> ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص:196.

ففي حالة ما إذا كان يسعى البنك المركزي لزيادة العرض النقدي فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق النقدية وتملكها البنوك التجارية ومختلف الهيئات المالية مقابل نقد مركزي يؤدي لزيادة الكتلة النقدية المعروضة، أما في حال انتهاجه سياسة انكماشية (تقليص العرض النقدي) فإنه يلجأ إلى بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في محفظته الاستثمارية للبنوك والمؤسسات المالية، فتتخفف السيولة النقدية في السوق مما يؤثر كذلك في أسعار الفائدة نحو الارتفاع ومنه انخفاض الطلب على القروض.

**الفرع الثاني: الرقابة على الائتمان المصرفي :** تهدف عملية الرقابة على عمليات الإقراض التي تقوم بها البنوك التجارية إلى توجيه عمليات الائتمان نحو القطاعات الاقتصادية التي ترغب السلطات في تنميتها، ولأجل تحقيق هذا الهدف تعتمد السلطة النقدية عددا من السياسات نذكرها كالاتي:

### 1. سياسة تأطير القروض

تلجأ السلطة النقدية إلى تحديد سقف معين لحجم القروض التي يمكن منحها للزبائن من طرف البنوك التجارية كأن لا يتم تجاوز نسبة معينة، وفي حال عدم احترام البنك لهذه النسبة فإنه يتعرض إلى عقوبات تختلف من دولة لأخرى كأن تفرض عليه احتياطات اضافية اجبارية<sup>1</sup>.

ففي حال التضخم يعمد البنك إلى خفض نسبة التسقيف أي أن حجم القروض الممنوحة سينخفض وبالتالي سترتفع اسعار الفائدة ومنه انخفاض الطلب على النقود، أما في حال الانكماش فإن البنك سيلجأ الرفع من نسبة التسقيف هذه.

### 2. السياسة الانتقائية للقروض

تشبه هذه السياسة سياسة تأطير القروض إلا أنها لا تطبق نفس التسقيف على جميع الأنواع من القروض فقد تفرض سقفا منخفضا على القروض الموجهة نحو القطاعات المرغوب في الحد من نشاطها كاستيراد سلعا معينة وسقفا مرتفعا على القروض الموجهة نحو القطاعات المرغوب تنميتها ودعمها كالرغبة في دعم قطاع الزراعة مثلا، وبالتالي يتم توجيه عمليات الإقراض بما يساهم في التوجه العام للسياسة الاقتصادية.

<sup>1</sup> دراوسي مسعود، "السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي"، حالة الجزائر 1990-2004، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2005، ص: 250-251

### 3. سياسة معدلات الفائدة

يمكن للبنك المركزي أن يتحكم في الإقراض المصرفي من خلال تحديد حد أدنى لمعدلات الفائدة الدائنة (على الودائع) أو تسقيف معدلات الفائدة المدينة (على القروض الممنوحة).  
ففي حالة التضخم يقوم برفع معدلات الفائدة وبالتالي تقليص حجم الإقراض وامتصاص العرض النقدي، أما في حالة الانكماش فيخفض من سعر الفائدة لأجل تنشيط عمليات الاستثمار والتنمية الاقتصادية.

#### الفرع الثالث : الرقابة النقدية المباشرة

جميع السياسات التي تطرقنا لها سابقا هي سياسات مؤثرة في الكتلة النقدية ووجهة الإقراض تأثيرا غير مباشر، إلا أنها تمتلك أدوات أخرى مباشرة للرقابة النقدية نذكرها كما يلي:

#### 1. الإقناع الأدبي :تستخدم هذه الوسيلة عندما يلاحظ أن المسار المتبع في السوق لا يتماشى والأهداف

الاقتصادية المسطرة ،فيقوم البنك المركزي بمناشدة البنوك التجارية لزيادة أو خفض الائتمان في مجال معين من خلال تقديم اقتراحات أو تحذيرات شفوية كانت أم كتابية.

و باعتبار البنك المركزي هو الملجأ الاخير للإقراض بالنسبة لهذه البنوك فإنها عادة ما تستجيب

لهذه الاقتراحات وتأخذ بعين الاعتبار تلك التحذيرات.

#### 2. التعليمات المباشرة: قد لا تكون سياسة الاقتناع الادبي فعالة في معظم الاحيان وقد تتجاهلها بعض

البنوك التجارية ،وهنا يلجأ البنك المركزي إلى سياسة التعليمات والأوامر ،كما قد ترفق بمجموعة من العقوبات في حال عدم الالتزام بها ،ويمكن ايجاز مجمل التعليمات في النقاط التالية<sup>1</sup>:

☒ تحديد نسبة رأس المال إلى الودائع أو القروض.

☒ تحديد نسبة السيولة التي يجب على البنوك أن تحتفظ بها.

☒ الهوامش الدنيا الواجب تغطيتها من العميل في حالات خطاب الضمان والاعتماد المستندي.

☒ تحديد النشاطات غير القابلة للتمويل والإقراض....الخ.

#### 3. التفتيش المباشر : هو الطريقة التقليدية لعملية الرقابة ،إذ يتم التفتيش والتدقيق في الجداول المالية

والحاسبية والوثائق المتعلقة بها من أجل الوقوف على مدى التزام البنك التجاري بتطبيق التعليمات

<sup>1</sup> سوزي عدلي ناشد ،"مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي" ،منشورات الحلبي الحقوقية ،بيروت 2005،ص:280

والأوامر الموجهة إليه ،وتكون هذه الرقابة عادة بإرسال نماذج كشوف دورية يجب عليها البنك التجاري ، كما قد يلجأ إلى التفتيش المفاجئ من صرامة أكبر.

### المطلب الثالث :واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر:

لقد عرف العالم الاقتصادي تطورا كبيرا من خلال ايجاد وابتكار الأدوات المساعدة في تمويل عمليات التنمية وتحريك عجلة الاقتصاد ،ومن بين هذه الأدوات التي ظهرت منذ زمن ليس بالقريب نجد بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية.

و في هذا الإطار وفي محاولة منها للركب بالتطورات الحاصلة في العالم فقد عمدت الجزائر على

تأسيس ما يسمى ببورصة الجزائر.

### الفرع الأول : تأسيس وتنظيم بورصة الجزائر:

1. تأسيس بورصة الجزائر: في ظل محاولة الانتقال الايديولوجي للاقتصاد الجزائري من الاقتصاد الموجه إلى

الاقتصاد الحر تم إصدار المرسوم التنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 يشمل تنظيم العمليات على القيم المنقولة وكذا المرسوم التنفيذي رقم 91-177 يوضح أنواع واشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

إلا أن الاساس التشريعي لبورصة الجزائر كان بإصدار المرسوم التشريعي 93-08 المؤرخ في 25-04-

1993 والمرسوم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 المتعلق بسوق القيم المنقولة والذي كان ينص

على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها صلاحيات واسعة تجعل من أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة<sup>1</sup>.

### 2. الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر :

يتم تسيير وتنظيم عمل بورصة الجزائر من خلال هيئتين هما :

1.2 شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV: فطبقا لأحكام المادة 15 من المرسوم التشريعي

93-10 فإن شركة تسيير القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم تسيير المعاملات التي تجري على القيم

المنقولة والمقبولة في البورصة ،يتمثل راس مالها في أسهم مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة (حسب

<sup>1</sup> بوكساني رشيد ،"معوقات الاسواق المالية" ،مرجع سابق ،ص:190.

المادة 16) و لا يصبح اعتماد الوسيط في عمليات البورصة فعالا إلا بعد أن يكتب الوسيط في قسط من رأس مال شركة تسيير بورصة القيم (المادة17).

**2.2. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها SOCOB:** طبقا لاحكام المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم بالقانون 04/03 المؤرخ في 17/02/2003 ، فإن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي. تتكون هذه اللجنة من الرئيس المعين بمرسوم رئاسي و6 أعضاء يوافق عليهم وزير المالية بعد اقتراحهم من السلطات والوزارات المعنية كما يلي:

- قاضٍ مقترح من وزير العدل.
  - عضو مقترح من وزير المالية.
  - أستاذ مقترح من وزارة التعليم العالي.
  - عضو مقترح من محافظ بنك الجزائر.
  - عضو مقترح من المنظمة الوطنية للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات.
  - عضو يختار من بين مسيري الاشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة.
- هذا وتخصص لها إعانة من ميزانية الدولة إضافة إلى تقاضيها أتاوى مقابل الأعمال والخدمات المقدمة وتهتم هذه اللجنة بـ:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة.
- حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.
- القيام بعمليات منح الاعتماد، المراقبة، التأديب والتحكيم.

### 3.2. وسطاء عمليات البورصة:

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93 ، المعدل والمتمم ، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم لمنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة ، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة.

وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ، كما أنها الجهة التي تمنحهم الاعتماد.

و يُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية :  
بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، وبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، وبنك الخاص BNP Paribas El dajazair.

### ✘ مهام الوسطاء:

يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993 ، وهي :

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة.
- التداول في السوق لحساب زبائنهم.
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية ، وإرشاد المستثمرين...

### الفرع الثاني عمليات الإدراج في البورصة:

تتضمن عمليات الإدراج في البورصة 3 مراحل أساسية تتمثل فيما يلي<sup>1</sup> :

#### 1. مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر ، مهما كان شكله ، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

- القرار بإجراء العملية : تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار .

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لبورصة الجزائر ، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz) ، تاريخ الاطلاع 2014/11/30

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الاسلامية

- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة، إذ يُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة، يعمل على مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

و أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سندات والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية: يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...).

- إيداع ملف طلب القبول: يجب أن يحتوي ملف طلب القبول على كامل الوثائق المحددة في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998.

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة.

- الانضمام إلى المؤتمن المركزي: قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

-حملة التسويق: سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة .

-بيع السندات: يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

-كشف النتائج: في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

-تسوية العملية: يقوم المؤتمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

## 2. مرحلة الإدراج :

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة. تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

## 3. مرحلة ما بعد الإدراج:

هذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغيّراته في السوق. - عقد السيولة: يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

-نشر المعلومات: ما إن يتم تسعيرة السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات. يتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات.

✘ الشركات المدرجة في البورصة: بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة (نوفمبر 2015) 5 شركات، 4 منها مصدرة للأسهم (سند رأس مال) وواحدة مصدرة لسندات دين والتي يمكن إبرازها في الجدول التالي :

الجدول رقم (18): الشركات المدرجة لسند رأس المال (أسهم) في بورصة الجزائر

مجال النشاط	مجمع صيدال	م.ت.ف الأوراسي	اليانس	روبية
مجال النشاط	المواد الصيدلانية	فندقة وسياحة	التأمينات	انتاج وتوزيع المشروبات
رأس المال الاجتماعي (دج)	25x10 <sup>8</sup>	15x10 <sup>8</sup>	2205714180 دج	849195000 دج
القيمة الاسمية للسهم	250 دج	250 دج	380 دج	100 دج
كمية المعروضة الاسهم	2x10 <sup>6</sup> (20%)	1.2x10 <sup>6</sup> (20%)	1804511 (31%)	2122988 (31%)
سعر العرض	800 دج	400 دج	830 دج	400 دج
اسم الوسيط المرافق	المؤسسة المالية العامة sogefi	الراشد المالي	CPA	BNP
تاريخ الإدراج	سبتمبر 1999	2000/02/14	2011/03/07	2013/06/03

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من الموقع الالكتروني لبورصة الجزائر

أما بالنسبة لسندات دهلي الخاصة بشركة دهلي (دايو الجزائر للفندقة والترفيه والعقارات) وفي إطار تمويل جزء من مشروع الجزائر مدينة فقد لجأت إلى إصدار سندات دين بتاريخ 2009/01/11 تستحق في 2016/01/11 بقيمة اسمية قدرها 10000 دج للسند، هذا وقد بلغت قيمة الإصدار 2360140000 دج

الفرع الثالث: تقييم تجربة بورصة الجزائر:

ما يمكن قوله عن بورصة الجزائر أنها وللأسف بورصة شبه منعدمة لا يمكن مقارنتها حتى ببعض الدول العربية فما بالك بالدول المتقدمة ويبدو أن هناك مجموعة من العوامل قد اجتمعت مؤدية لعرقلة تطور نشاط هذه البورصة، نذكرها على النحو التالي:

1. انعدام الاستقرار السياسي والأمني: فمنذ نشأة بورصة الجزائر والتركيبية السياسية والأمنية في الجزائر غير مستقرة بدءاً من العشرية السوداء بداية التسعينات إلى أحداث ما يسمى بالربيع العربي مؤخراً والتهديدات التي أضحت تحيط بالجزائر سواء داخليا أو خارجيا، مما خلق جوا يسوده التخوف من الاستثمار خاصة المؤسسات الأجنبية.
2. انعدام الثقافة البورصية في المجتمع الجزائري من جهة وكذا الاتجاه الديني الإسلامي عند معظم أفراد المجتمع مما جعل الإقبال على الأوراق المالية خاصة السندات جد ضعيف نظرا لقيامها على أساس ربوي.
3. عدم تمكن معظم الشركات والمؤسسات من تحقيق الشروط الخاصة بالإدراج في البورصة.
4. معدلات التضخم المتزايدة خاصة في السنوات الأخيرة مما أدى إلى انخفاض القدرة الشرائية وبالتالي الادخارية للعوائل ومنه عدم امكانية الاكتتاب في الأوراق المالية.
5. توفر البدائل: فالسوق النقدية تتوفر على فائض سيولة وعدد كبير من المؤسسات الكبيرة (معظمها عمومية) تتلقى دعما من البنوك العمومية أو الخزينة، أما شركات القطاع الخاص فهي اما عائلية تعتمد على التمويل الذاتي أو شركات صغيرة ومتوسطة لا تتوفر على الشروط اللازمة لدخول البورصة.

## المبحث الثاني: واقع المالية الإسلامية في الجزائر

المطلب الأول: علاقة البنك المركزي الجزائري بالبنوك الإسلامية.

الفرع الأول: علاقة البنوك المركزية بالبنوك الإسلامية عبر العالم.

تختلف العلاقة والمعاملة بين البنوك المركزية والبنوك الإسلامية من دولة إلى أخرى حسب القوانين والتشريعات المنظمة لهذه العلاقة، وعلى هذا الأساس يمكن أن نجد 3 نماذج على العموم تقوم على أساسها هذه العلاقة<sup>1</sup>:

1. نموذج نظام مصرفي اسلامي كامل : ففي هذا النموذج نجد أن النظام المصرفي وعلى رأسه البنك المركزي

يقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية وفي هذه الحالة فإن البنوك المركزية تعمل في بيئة مصرفية مناسبة لها، إذ أن النظام مستمد من أسس المشاركة وهو ما يجنب البنوك الإسلامية القائمة على المشاركة الوقوع في مشاكل أو مخالفات شرعية، ومن بين الدول التي نجد فيها هذا النموذج كل من إيران، باكستان والسودان.

2. نموذج نظام مصرفي مزدوج : في هذا النموذج تتواجد البنوك الإسلامية في بيئة مصرفية قائمة على الفوائد

الربوية، إلا أن السلطات النقدية تكون قد خصصت مجموعة من القوانين أو الامتيازات والاعفاءات للبنوك القائمة على اسس اسلامية، نظرا للخصوصية التي تقوم عليها هذه البنوك ومن الدول المعتمدة على هذا النموذج نجد كل من: لبنان، سوريا، اليمن، الامارات العربية، تركيا وماليزيا.

3. نموذج النظام المصرفي التقليدي : في هذه الحالة فإن البنوك الإسلامية تعمل وتنشط في دول تقوم على

نظام مصرفي تقليدي فتطبق عليها أدوات الرقابة المطبقة على البنوك التقليدية ومن أمثلة هذه الدول نجد سويسرا، الدنمارك بريطانيا، الجزائر... الخ إلا أن هناك من الدول من تقدم بعض الاستثناءات والتميزات للبنوك الإسلامية غير أنها لا ترقى لتشمل مجمل نواحي العمل المصرفي الإسلامي، مما يضع البنوك الإسلامية امام تحدٍ هام لأجل العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، ومن بين الدول التي تقد بعضا من هذه الاستثناءات نجد كل من مصر، البحرين، الاردن والفلبين... الخ.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية في ظل المتغيرات الدولية الحديثة"، مرجع سابق، ص: 209-254

**الفرع الثاني: رقابة البنك المركزي الجزائري على البنوك الإسلامية :**

منذ سنة 2001 عرفت الجزائر بجموحة مالية نتيجة ارتفاع اسعار المحروقات والتي تمثل المصدر الاساسي والأول للدخل الوطني الجزائري ،هذا ما جعل السوق النقدية تتوفر على فائض في السيولة النقدية يمكن توضيحه في الجدول الموالي:

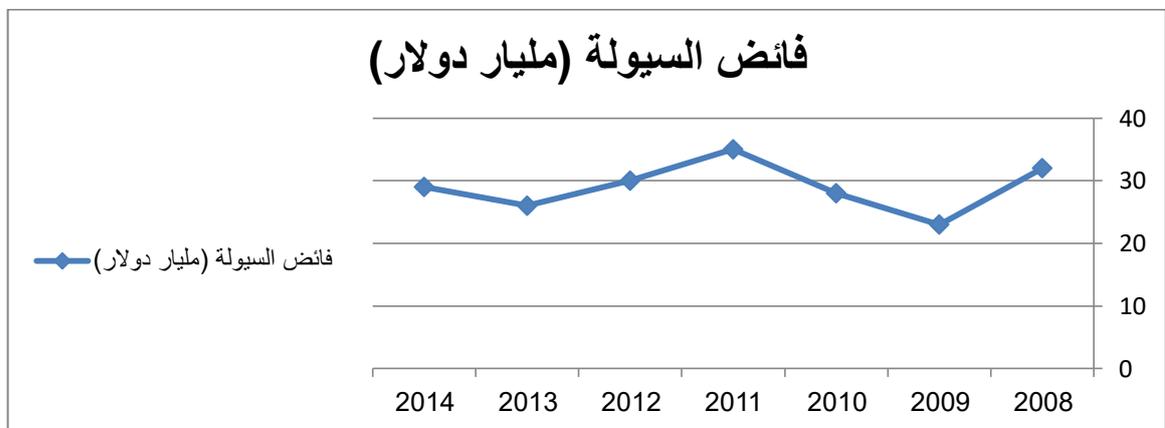
**الجدول(19):فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية 2008-مارس2014 (مليار دولار)**

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
96	91	85	85	72	66	70	الودائع
67	65	55	50	44	43	38	القروض
29	26	30	35	28	23	32	فائض السيولة

المصدر: الموقع الرسمي لاتحاد المصارف العربية [www.uabonline.org](http://www.uabonline.org)

و يمكن تمثيل المعطيات أعلاه في الشكل التالي:

**الشكل(11):تطور فائض السيولة لدى البنوك الجزائرية 2008-مارس2014**



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الجدول اعلاه

من خلال الجدول وتمثيله البياني نلاحظ أن متوسط فائض السيولة خلال السنوات الاخيرة قدر بحوالي 29 مليار دولار، أي 29 مليار دولار سيولة متوفرة وعاطلة عن دعم الاقتصاد بل أنها تكلف البنوك الجزائرية مصاريف اضافية، ويبدو أن السبب الرئيسي لنمو هذا الفائض هو الارتفاع المحسوس لأسعار البترول من 2001 إلى 2014 إذا تجاوزت في بعض الفترات حاجز 139 دولار سنة 2008 و 125 دولار سنة 2011، ما وفر مداخيل كبيرة للجزائر.

إن هذه الوفورات المالية والنقدية التي أضحت تتوفر عليها الجزائر والمتداولة في السوق المصرفية حرمت بنك الجزائر من تطبيق عديد من الأدوات التي يفترض ان يستخدمها للضغط على البنوك وباعتبار أنه فقد أهم ميزة خلال هذه الفترة وهي كون البنك المركزي الملجأ الاخير للإقراض، فأصبح يستعمل أدوات دون الأخرى لتوجيه السياسة النقدية.

**1. موقف البنوك الإسلامية من آليات امتصاص السيولة :** إن البنوك الإسلامية في الجزائر على قتلها ( بنك البركة ومصرف السلام ) لم تشذ عن المصارف الأخرى من حيث فائض السيولة إذ عرفت السوق المصرفية منذ 2001 فائضا في السيولة، مما أجبر البنك المركزي على اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتقليص هذا الفائض .

### **1.1. آليات امتصاص فائض السيولة المطبقة من طرف بنك الجزائر**

**أ. آلية استرجاع السيولة عن طريق المناقصة :** تقوم هذه الآلية على استدعاء بنك الجزائر للبنوك التجارية المشكلة للجهاز المصرفي ان تضع بصفة اختيارية لديه حجما من سيولتها في شكل ودائع لمدة 24 ساعة أو أكثر مقابل معدل فائدة ثابت يحسب على أساس فترة الاستحقاق وذلك عبر مشاركتها في مناقصة يعلنها بنك الجزائر، وقد شرع في تطبيق هذه السياسة منذ افريل 2002<sup>1</sup> .

**ب. تسهيلات الايداع :** لقد جاء تطبيق آلية تسهيلات الايداع انعكاسا لتواصل ظاهرة فائض السيولة في المنظومة البنكية الجزائرية، اذ تقوم هذه الآلية على توظيف فائض سيولة البنوك التجارية لدى بنك الجزائر، وذلك في شكل عملية على بياض تأخذ صورة قرض تمنحه البنوك التجارية لبنك الجزائر

<sup>1</sup> Instruction banque d'Algerie .N02-2002 du 11 avril 2002 portant introduction de la reprise de liquidité sur le marché monétaire.

الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الاسلامية

تستحق عنه فائدة تحسب على أساس فترة استحقاقها ومعدل فائدة ثابت يحدده بنك الجزائر<sup>1</sup> (0.3% إلى غاية 2015).

هذا وقد سمحت آلية تسهيلات الايداع واسترجاع السيولة بالمناقصة من امتصاص كميات معتبرة من فائض السيولة لدى البنوك التجارية وهو ما يوضحه الجدول الموالي

الجدول (20): امتصاص السيولة باستخدام تسهيلات الايداع واسترجاع السيولة بالمناقصة  
2012-2015 (مليار دينار)

الجموع الكلي	تسهيلات الايداع	الجموع	استرجاع السيولة بالمناقصة			البيان	نهاية الفترة
			6 اشهر	3 اشهر	7 ايام		
2188.08	838.08	1350	-	275	1075	المبلغ	ديسمبر 2012
-	0.3	-	-	1.25	0.75	المعدل %	
1852.25	502.25	1350	175	275	900	المبلغ	مارس 2013
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1513.99	163.99	1350	175	275	900	المبلغ	جوان 2013
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1613.9	263.9	1350	175	275	900	المبلغ	سبتمبر 2013
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1829.9	479.9	1350	175	275	900	المبلغ	ديسمبر 2013
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	

<sup>1</sup> Banque d'algerie ,rapport 2005,p:158

2050.8	700.8	1350	175	275	900	المبلغ	مارس 2014
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1894.47	544.47	1350	175	275	900	المبلغ	جوان 2014
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1774.48	424.48	1350	175	275	900	المبلغ	سبتمبر 2014
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1818.6	468.6	1350	175	275	900	المبلغ	ديسمبر 2014
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
1124.6	70.1	1054.5	79	275	700.5	المبلغ	مارس 2015
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
996.9	317.9	679	79	150	450	المبلغ	جويلية 2015
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	
861	382	479	79	100	300	المبلغ	سبتمبر 2015
-	0.3	-	1.5	1.25	0.75	المعدل %	

المصدر: انطلاقا من الموقع الرسمي لبنك الجزائر [www.bank-of-algeria.dz/html/marche2.html](http://www.bank-of-algeria.dz/html/marche2.html)

- نشير هنا إلى أنه ومنذ جانفي 2013 تم تعديل سقف مبلغ المناقصة ل7 ايام من 1075 إلى 900 مليار دج كما تم العمل ولأول مرة باسترجاع السيولة ل6 اشهر إلا أن المبلغ الإجمالي لم يتغير وبقي في حدود 1350 مليار دج، ولقد بقي العمل بهذه السقوف والإقبال عليها إلى نهاية 2014 إلا أنه منذ 2015 شهدنا انخفاضاً في إقبال البنوك على هذه الآلية اين لم تتجاوز 1124 مليار دج في احسن الحالات كما

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الاسلامية

شهد الإقبال على تسهيلات الايداع أيضا تراجعا إذا قدر بـ 70.1 مليار دج بنهاية مارس ،ويعود السبب الاساسي لهذا التراجع إلى انخفاض السيولة لدى البنوك الجزائرية بسبب الامتصاص المتواصل لها من جهة ومن جهة أخرى إلى الانخفاض الحاد لأسعار المحروقات التي كانت تمثل أهم مصدر من الاموال المودعة لدى البنوك إذ بلغت السيولة الإجمالية للبنوك بنهاية سبتمبر 2015 نحو 1828 مليار دج مقابل 2730.88 مليار دج بنهاية 2014 حسب محافظ بنك الجزائر السيد مُجّد لكصاسي ،والذي يتوقع أن يشترع في العودة لتمويل البنوك بداية من فيفري 2016 عن طريق إعادة الخصم<sup>1</sup>.

ج. آلية الاحتياطي الاجباري : تقوم هذه الآلية على تجميد نسبة من الودائع التي تحصلت عليها البنوك التجارية في حساب لدى بنك الجزائر على أن لا تتجاوز هذه النسبة حاجز 15%<sup>2</sup> هذا وتقدم بالمقابل عائد على الاحتياطات الإلزامية في شكل فائدة يتم حسابها انطلاقا من حجم الاحتياطات ومدة مكوثها لدى بنك الجزائر ،وقد سمحت هذه الآلية من امتصاص كميات لا بأس بها من السيولة المتوفرة في السوق البنكية يمكن تلخيصها في الجدول الموالي :

### الجدول (21): تطورات نسب وكميات الاحتياطي الاجباري من 2006 إلى 2014

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
قيمة الاحتياطي (مليار دج)	186.1	272.1	394.7	394.8	494.1	569.8	754.1	891.4	1024
النسبة %	6.5	6.5	8	8	9	9	11	12	12
نسبة التطور %	-	46.2	45.05	0	25.15	15.32	32.34	18.2	14.87

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقا من تقارير بنك الجزائر لسنوات 2006 إلى غاية 2014

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ أن قيمة الاحتياطي الاجباري كانت تسجل في كل مرة ارتفاعا عن السنة السابقة -عدا سنة 2009 أين بقيت نفس القيمة تقريبا- والتي تعود إلى ارتفاع قيمة الودائع لدى البنوك التجارية واساسا تلك الودائع الناتجة عن عوائد المحروقات.

<sup>1</sup> مُجّد لكصاسي ،"بنك الجزائر سيعيد تمويل البنوك ابتداء من فبراير" ،جريدة الخبر ،2016/01/06.

<sup>2</sup> Reglement N°04-02 du 4 mars 2004 fixant les condition de constitution des réserves minimale obligatoire

## 2.1. موقف البنوك الإسلامية من أدوات امتصاص السيولة:وهنا نميز هذا الموقف من خلال الآتي:

أ. موقف البنوك الإسلامية من آليات امتصاص السيولة بالمناقصة وتسهيلات الايداع: من خلال تطرقنا لهاته الآليات نستنتج أنها تقوم على مبدأ الايداع مقابل فائدة سواء تعلق الأمر بتسهيلات الايداع (0.3%) أو امتصاص السيولة بالمناقصة والتي يتغير فيها معدل الفائدة بحسب الفترة، وهو ما يتنافى والمبادئ التي تقوم عليها البنوك الإسلامية من خلال تجنبها للفوائد الربوية، هذا ما يجعل هذه البنوك تتحاشى توظيف فائض السيولة المتوفر لديها من خلال هاته الآليتين، على عكس البنوك التقليدية الأخرى، ما يعني ان تكافؤ الفرص غير متوفر بين جميع البنوك، اذ تستفيد البنوك التجارية التقليدية من الفوائد الناتجة عن توظيف الفائض المتوفر لديها لدى البنك المركزي الجزائري.

ب. موقف البنوك الإسلامية من الاحتياطي الاجباري : الفرق بين آليتي امتصاص السيولة السابقتين وآلية الاحتياطي الاجباري هي كون البنك التجاري في الحالة الأولى مخير أما في الثانية فهو مجبر، بالنسبة للبنوك الإسلامية فإن الاحتياطي الاجباري يمثل تعطيلا للسيولة المتوفرة لديه، أما بالنسبة للبنوك التقليدية فهي توظيف للأموال المودعة لديه من خلال توظيفها بينك الجزائر مقابل فوائد ربوية.

ت. موقف البنوك الإسلامية من اعتبار بنك الجزائر الملجأ الأخير للإقراض :ان عملية إعادة

تمويل البنوك التجارية من طرف بنك الجزائر تتم وفقا لثلاث آليات أساسية:<sup>1</sup>

- المنح والتسهيلات لمدة 24 ساعة أو 7 ايام.
- المزادات على القروض التي يقوم بها بنك الجزائر في السوق النقدية التي توفر تمويلات تصل ل3 اشهر.
- عمليات السوق المفتوحة .

مختلف هذه الآليات تقوم على نسبة فائدة يحددها بنك الجزائر ما يعني أن قبولها سيوقع البنوك الإسلامية في شبهة الربا، مع الاشارة إلى أنه ومنذ 2001 لم يتم الاعتماد على هذه الآليات بسبب الوفرة المالية أو الفائض في السيولة الذي كان يميز السوق النقدية منذ تلك الفترة.

<sup>1</sup> Instruction N°28/95 du 22 avril 1995 portant organisation du marché monétaire ،www.bank-of-algerie.dz، 01/01/2015.

**الفرع الثالث: أثر رقابة بنك الجزائر على البنوك الإسلامية .**

ان الخصوصية التي تتميز بها البنوك الإسلامية عن البنوك التقليدية وعدم تخصيص السلطة المالية لقوانين وأدوات رقابية تتماشى وهذه الخصوصية قد تؤدي إلى تأثير سلبي اما على الجانب الربحي لهذه البنوك أو التخلي عن بعض من مبادئها القائمة عليها.

1. **أثر الرقابة على احترام الضوابط الشرعية:** ان أهم معيار أو خاصية تقوم عليها البنوك الإسلامية هي احترامها لمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية بما يشجع المتعاملين الاقتصاديين خاصة المسلمين منهم على التعامل مع هذه البنوك اتقاءا للمعاملات المشبوهة ونخص بالذكر التعاملات الربوية، فهل يمكن للبنوك الإسلامية الناشطة في الجزائر ان تقوم بعملها على اكمل وجه موازاة مع حفاظها على مكانتها في السوق وتطويرها.

أ. امكانية الوقوع في المعاملات الربوية : تقوم الآليات الرقابية التي يعتمدها بنك الجزائر على سعر الفائدة سواء تعلق الأمر بالاحتياطي الاجباري أو عند استخدام آليات استرجاع السيولة الاختيارية أو حتى في حال تم التقدم بطلب قرض أو عمليات إعادة الخصم....الخ.

في هذا الإطار فإن بنك البركة أو مصرف السلام الناشطين بالجزائر وحسب إشارات من البنكين – بوكالتي البليدة – فإنهما يقومان بفتح حساب خاص يودع به مختلف الاموال المتحصل عليها وتشوبها شبهة الربا أو غيرها من المعاملات المرفوضة شرعا على ان تصرف في اعمال خيرية فيما بعد.

ب. امكانية تعطيل أموال المودعين عن الاستثمار : ان الاموال المودعة في البنوك الإسلامية مقسمة إلى ودائع تحت الطلب وودائع استثمارية فأما الودائع تحت الطلب أو الجارية فهي الودائع التي لا تستحق أي عائد إلا أن للبنك ان يوظفها وفق قاعدة الخراج بالضمان.

أما الودائع الاستثمارية فهي ودائع رأسمال مضاربة يكون فيها المودعون هم ارباب المال والبنك هو المضارب وأي تعطيل لهذه الاموال (متعمدا)يعني الوقوع في محذور شرعي، وهنا يمكن أن نتساءل عن مدى تأثير الاحتياطي الاجباري –الذي يفرض على مجموع الودائع بالبنك – على تشغيل الودائع الاستثمارية.

فمعدل الاحتياطي الحالي هو 12% في حين ان نسبة الودائع تحت الطلب تراوحت بين 16% و 38% ما بين بنك البركة ومصرف السلام<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> تقارير بنكي البركة ومصرف السلام لسنوات 2011-2014.

أي أن نسبة الاحتياطي الاجباري المطبقة على كافة الودائع أقل من نسبة الودائع الجارية المتواجدة لدى البنكين ما يعني أن الودائع الاستثمارية في منأى عن التعطيل.

**2. أثر الرقابة على العدالة التنافسية بين البنوك:** إن عدم مراعاة بنك الجزائر لخصوصية البنوك الإسلامية باعتبار أنها لا تتعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو عطاءاً إضافة لبعض المعاملات الأخرى التي تتجنبها حتى لا تقع في المحذور الشرعي قد يؤدي إلى انخفاض قدرتها التنافسية بالنسبة للبنوك الأخرى، وللتعرف على حجم تأثير الرقابة النقدية لبنك الجزائر سنحاول أن نتابع تطور نشاط ومكانة البنوك الإسلامية وسط منظومة البنوك الخاصة.

أ. أثر الرقابة على تعبئة الموارد المالية (إجمالي الودائع): يمكن دراسة أثر الرقابة على الحصة السوقية للبنوك الإسلامية من إجمالي الودائع من خلال المقارنة بين مجموع الودائع لدى البنوك الإسلامية وتلك المتواجدة لدى باقي البنوك الخاصة من خلال الجدول التالي :

الجدول (22): حصة البنوك الإسلامية من إجمالي الودائع لدى البنوك الخاصة (مليار دج)

السنوات	2011	2012	2013	2014	التغير	المبلغ	التغير
البيان	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	التغير	المبلغ	التغير
ودائع جارية في البنوك الخاصة	400	533.1	595.3	722.7	%21.4		
ودائع لأجل بالبنوك الخاصة	235.2	280	311.3	290.1	%6.8-		
<b>إجمالي الودائع بالبنوك الخاصة</b>	<b>635.2</b>	<b>813.1</b>	<b>906.6</b>	<b>1012.8</b>	<b>11.7%</b>		
إجمالي ودائع بنك البركة	103.28	116.51	125.43	131.18	%4.58		
إجمالي ودائع مصرف السلام	12.74	19.4	23.93	19.45	%18.72-		
<b>إجمالي ودائع البنوك الإسلامية</b>	<b>116.02</b>	<b>135.91</b>	<b>149.36</b>	<b>150.63</b>	<b>0.8%</b>		
حصة البنوك الإسلامية	%18.3	%16.71	%16.47	%14.87			

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على تقارير كل من بنك الجزائر، بنك البركة ومصرف السلام من 2011 إلى 2014.

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

ما يمكن ملاحظته من الجدول أعلاه هو أن :

- إجمالي الودائع بالبنوك الخاصة عرف تطورا من سنة 2011 إلى 2014 رغم أنه سجل استقرارا

نسبيا بين سنتي 2013 و2014

- إجمالي الودائع بالبنوك الإسلامية عرف هو الآخر ارتفاعا ولكن بنسب متناقصة من سنة لأخرى

أكثر مما هو عليه الحال بالنسبة لإجمالي الودائع بالبنوك الخاصة .

- حصة البنوك الإسلامية من الودائع الجارية عرفت هي كذلك تقلصا بسيطا من سنة لأخرى

لصالح باقي البنوك الخاصة.

- قيمة الودائع المتواجدة لدى البنوك الإسلامية لم تنخفض اجمالا إلا أنها لم تعرف تطورا كبيرا

ما يمكن استنتاجه ان السوق المصرفية في الجزائر يعرف تنافسا كبيرا بين البنوك لأجل تعبئة أكبر قدر من الموارد

الممثلة في الودائع ، ما جعل البنوك تنوع من منتجاتها البنكية لإغراء أكبر شريحة من الزبائن خاصة مع دخول عدة

شركات اجنبية خاصة الفرنسية منها للسوق الوطنية. فلو قارنا بين البنكين الاسلاميين البركة ومصرف السلام

والبنكين الفرنسيين Bnp و società generale فرع الجزائر لاحظنا الفرق المبين في الجدول التالي:

### الجدول(23): تطور الودائع لدى بنك Bnp و Société Générale من 2011 إلى 2014

السنوات	2011	2012	2013	2014	التغير	المبلغ	التغير
إجمالي ودايع BNP	133	156	192	206	17.24%	206	22.9%
إجمالي ودايع SG	124	153	176	194	23.4%	194	15%
تطور الحصة لبنك BNP	21%	19.23%	21.2%	20.35%			
تطور الحصة السوقية لSG	19.5%	18.8%	19.41%	19.15%			
تطور الحصة السوقية للبنكين	40.5%	38%	40.6%	39.5%			

المصدر من إعداد الطالب اعتمادا على التقارير السنوية للبنكين.

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن البنكين يسيطران على 40% من الودائع المتواجدة لدى البنوك الخاصة وان هذه النسبة بقيت مستقرة خلال الاربع سنوات كما أن قيمة الودائع عرف تطور أكثر من ذلك الذي عرفته البنوك الإسلامية، ما يعني ان هذه البنوك قد استفادت من الوضع الاقتصادي وحتى السياسي السائد في الجزائر وعلى رأسها الامتيازات التي منحت للمؤسسات الفرنسية للاستثمار في السوق الجزائرية والتي عادة ما تتعامل مع البنوك الفرنسية أو فروعها المتواجدة في الجزائر كما هو الحال في مسألة القروض الاستهلاكية إضافة إلى الخدمات المتنوعة التي تقدمها في مجال الخدمات البنكية، في حين أن البنوك الإسلامية وإضافة إلى العراقيل التي تواجهها من خلال التضيق عليها بأدوات رقابية لا تتماشى وخصوصية البنك فإنها لم تواجه هذه المنافسة من خلال اعتمادها على المراجعة خاصة وكذا نقص التسويق البنكي لديها مقارنة بالبنوك الأخرى.

ب. الأثر على النشاط التمويلي للبنوك الإسلامية : يعتبر النشاط التمويلي للبنوك هو العملية الموالية لتعبئة الودائع من الجمهور وتتجلى قيمة البنك في السوق من خلال حصته التمويلية مقارنة بباقي البنوك وهو ما سنحاول توضيحه من خلال الجدول الموالي :

الجدول (24) :تطور الحصة السوقية للبنوك الإسلامية في مجال التمويل (مليار دج)

السنوات	2011	2012	2013	2014	التغير	المبلغ	التغير
البيان	المبلغ	المبلغ	المبلغ	المبلغ	التغير	المبلغ	التغير
تمويلات البنوك الخاصة للسوق	530.6	569.5	697	781.3	12.1%	781.3	22.4%
تمويلات بنك البركة للسوق	58.73	58.47	63.52	80.68	27%	80.68	8.6%
تمويلات مصرف السلام للسوق	13.8	20.3	27.6	22.6	18.1%-	22.6	36%
إجمالي تمويلات البنوك الإسلامية	72.53	78.77	91.1	103.3	13.4%	103.3	15.65%
حصة البنوك الإسلامية	13.67%	13.83%	13.1%	13.22%			

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على تقارير كل من بنك الجزائر، بنك البركة ومصرف السلام من 2011 إلى 2014.

من خلال الجدول يمكن تسجيل بعض الملاحظات أهمها:

- أن تمويل الاقتصاد عن طريق البنوك الخاصة عرف ارتفاعا من سنة لأخرى رغم اختلاف نسبة هذا الارتفاع.
- مساهمة البنوك الإسلامية هي الأخرى عرفت تزايدا في النشاط التمويلي بنسب متقاربة مع المعدل العام الذي عرفته البنوك الخاصة.
- حصة البنوك الإسلامية بقيت مستقرة في حدود 13%

فالملاحظ إذا أنه ورغم المنافسة الموجودة في السوق المصرفية خاصة من البنوك التي لها سمعة عالمية فإن البنوك الإسلامية استطاعت أن تحافظ على حصتها في السوق التمويلي وتكسب ثقة طالبي التمويل.

من خلال ما سبق يمكن أن نقول أن البنوك الإسلامية خلال الفترة الأخيرة عرفت استقرارا من حيث تعبئتها للموارد أو زيادة بسيطة أي أنها قد تكون حافظت على نفس العملاء الذين تتعامل معهم، أما من حيث النشاط التمويلي فقد عرفت كيف تحافظ على زبائنها الذين توسع نشاطهم وبالتالي زادت طلباتهم للتمويل، إلا أن الفترة المقبلة قد تعرف منافسة أكبر بسبب التوجه الاقتصادي الذي قد تعرفه البلاد من خلال التنوع الاقتصادي وعدم الاعتماد على المحروقات، ما يعني أن هذه البنوك امام تحد كبير لكسب ثقة أكبر شريحة ممكنة من المودعين أو من المقترضين.

#### المطلب الثاني: واقع خدمات الصيرفة والتأمين الاسلامي في الجزائر:

لا يخفى على أحد ان السوق الجزائرية سواء في مجال التأمين أو العمل البنكي يسيطر عليه العمل التقليدي غير الملتزم بالضوابط الشرعية، وإنما يقوم على أساس ربحي لا غير، إلا أنه ورغم قلتها فإن هناك عدد من البنوك الإسلامية -مثلة في "بنك البركة" و"مصرف السلام" - إضافة إلى شركة التأمين "سلامة" تحاول أن تكون لها مكانة في هذا المناخ والسوق القائمة على أساس معدل الفائدة إضافة إلى المعاملات الأخرى غير الشرعية أو تحوي على شبهات، دون أن تقع في المخطور، وسنحاول من خلال هذه الفقرة أن نتطرق إلى تجربة هذه المؤسسات في السوق الجزائرية.

#### الفرع الأول: بنك البركة الجزائري :

يعتبر بنك البركة الجزائري من أوائل البنوك الخاصة التي ظهرت مع بداية التسعينات، وهذا بعد دخول القانون 90-10 المتعلق بالنقد والقرض حيز التنفيذ.

1. نشأة بنك البركة الجزائري : تعود فكرة إنشاء البنك إلى سنة 1984 حين تم ربط اتصالات وعلاقات بين بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR وشركة "دلة البركة القابضة الدولية" وهي مجموعة بنكية سعودية مقرها مملكة البحرين.

و مع سلسلة الإصلاحات التي عرفها النظام المصرفي الجزائري وصدور القانون 90-10 وجد مشروع إنشاء بنك البركة الجزائري سبيله للتحقيق، فكان تاريخ 20 ماي 1991 هو تاريخ إنشاء البنك الذي بدأ نشاطه الفعلي شهر سبتمبر من نفس السنة.

و قد عرف الشيخ صالح عبد الله كامل -المساهم الرئيسي في مجموعة البركة المصرفية ورئيس مجلس ادارتها- بنك البركة الجزائري بأنه "بنك إسلامي لا يتعامل بالفائدة أخذا وعطاء، ويهدف إلى تنمية المجتمع الجزائري المسلم، وإلى خلق توليفة عملية مناسبة بين متطلبات العمل المصرفي الحديث وضوابط الشرعية الاسلامية"<sup>1</sup> و قد تأسس البنك برأس مال مختلط (56% مجموعة دلة البركة المصرفية و44% لصالح بنك الفلاحة والتنمية الريفية ) قدره 500 مليون دج مقسمة على 500000 سهم، وقد مر البنك بعدة مراحل نلخصها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- 1991 : تأسيس بنك البركة الجزائر.
- 1994 : استقرار والتوازن المالي للبنك.
- 1999 : المساهمة في تأسيس شركة تأمين البركة والأمان.
- 2000 : المرتبة الأولى بين البنوك ذات الرأس المال الخاص.
- 2002 : إعادة الانتشار في قطاعات جديدة في السوق بالخصوص المهنيين والأفراد.
- 2006 : زيادة رأسمال البنك إلى 2500000000 دج
- 2009 : زيادة ثانية لرأسمال البنك ليصل إلى 10 مليار دينار

2. خصائص بنك البركة الجزائري : يتميز البنك بعدد من المميزات والخصائص نعددها فيما يلي :

1.2. بنك مشاركة ذو طابع تجاري استثماري : يعتمد بنك البركة الجزائري على المبادئ التي نصت عليها الشريعة الاسلامية في باب أحكام المعاملات المالية والتي أطرها الفقهاء المسلمون ضمن ما يسمى

<sup>1</sup> بن منصور عبد الله ومرابط سليمان ، " تقييم تجرية بنك البركة في إطار إصلاحات المنظومة المصرفية الجزائرية "، الندوة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات

الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس -سطنبول-، 25-28 ماي 2003، ص:5-6

<sup>2</sup> الموقع الرسمي لبنك البركة، www.albaraka-bank.com، تاريخ المشاهدة 2015/11/10

نظام المشاركة ، حيث يعتبر بنكا تجاريا حسب القانون الجزائري من خلال قيامه بممارسة الوظائف التقليدية للبنوك التجارية من قبول للودائع وتوفير التمويل من جهة ،ومن جهة أخرى فهو بنك استثماري وفقا للمادة الثالثة من قانونه الاساسي من خلال ممارسته للأنشطة الاستثمارية حسب مفهوم بنك الاعمال.

2.2. بنك مختلط: فهو بنك مؤسس براس مال مختلط بين شركة خاصة عربية (شركة دلة البركة القابضة الدولية) وبنك عمومي جزائري (بنك الفلاحة والتنمية الريفية) فهو بذلك يشكل حالة استثنائية في عالم بنوك المشاركة أو البنوك الإسلامية الناشطة في الساحة الدولية والتي يعود أغلبها لرأس المال الخاص ،إذا استثنينا بنك التنمية الإسلامية الذي يعتبر مؤسسة مالية دولية.

3.2. بنك ينشط في بيئة مصرفية تقليدية : فبنك البركة الجزائري يخضع للأطر والنظم الرقابية التي يعتمدها بنك الجزائر والمستمدة من النظام المصرفي التقليدي المبني على أساس ربوي وهو ما يجعل من نشاط البنك استثناء لما هو معمول به في المنظومة المصرفية الجزائرية

#### الفرع الثاني: مصرف السلام - الجزائر -

يعتبر مصرف السلام الجزائري ثاني بنك يحمل صبغة البنوك الإسلامية أو البنوك اللاربوية في الجزائر بعد بنك البركة الجزائري ، كما يعتبر واحدا من مصارف السلام المنتشرة في عدة دول عربية وإسلامية (البحرين ،السودان ،الامارات).

#### 1. نشأة مصرف السلام - الجزائر -

تم تأسيس مصرف السلام الجزائري في 2006/06/08 وتم اعتماده من قبل السلطات النقدية الجزائرية نهاية سبتمبر 2008 بينما باشر نشاطه في اكتوبر 2008. أما من حيث رأس مال البنك فقد كانت بدايته بـ 7.2 مليار دينار (100 مليون دولار آنذاك) أما حاليا فقد وصلت إلى 10 مليار دج .

يتوفر البنك على 6 فروع فقط لحد الآن موزعة على بعض الولايات الشمالية (الجزائر بثلاث فروع ، فرع البليدة ، فرع وهران وفرع سطيف ) كما يشتغل على مستوى البنك بكل فروعه 218 موظفا منهم 48 من الجانب النسوي

2. الرقابة على مستوى البنك : عملا بالأنظمة واللوائح الصادرة عن بنك الجزائر ، فقد سعى البنك إلى تدعيم نظام الضبط والرقابة الداخلية للمصرف حيث استكمل وضع الهياكل التنظيمية لإدارات الرقابة

والامتثال وادارة المخاطر وتم كذلك توسيع نطاق الرقابة على كافة فروع المصرف وهياكله. اذ تشتمل المنظومة الرقابية على ثلاثة مستويات تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

**1.2. الرقابة الأولية (الرقابة من الدرجة الأولى)**: و هي الرقابة التي تؤديها الوحدات العملياتية وترتكز أساسا على مبدأ الفصل بين المهام وفقا لإجراءات عملية واضحة وتقييس واسع للعمليات على نظام المعلومات من أجل التحكم في الاخطار العملياتية.

**2.2. الرقابة المستمرة والامتثال** : وتتمثل في عمليات الرقابة الدائمة على عمليات المصرف وتتم عن طريق المراجعة اليومية لعمليات الفروع والإدارات من أجل التحكم الامثل في المخاطر التي يمكن أن تنجر عن عمليات المصرف.

**2.3. التدقيق الداخلي** : ويقع على المستوى الأعلى للرقابة حيث يغطي كل أنشطة المصرف وهياكله ويُنفذ عبر مهمات الرقابة على مختلف الوظائف في المصرف وفقا لبرنامج معتمد من طرف لجنة التدقيق.

كما قام البنك بإنشاء لجتين على مستوى الادارة العامة ،تهتم الأولى بمتابعة مخاطر السيولة ،أما الثانية فهي لجنة الأصول والخصوم وتهتم بمتابعة المخاطر المتعلقة ببنود قائمة المركز المالي للمصرف ،كما يسهر البنك من خلال خلية الرقابة للامتثال على احترام الإجراءات والتدابير المتعلقة بالوقاية والتصدي لتبييض الأموال وتمويل الارهاب.

**4.2. الرقابة الشرعية** : نظرا لأهمية التقييد بمبادئ الشريعة الاسلامية في العمليات التي يؤديها المصرف ،فإن نشاط الرقابة الشرعية خلال سنة 2014 ارتكز على مايلي :

- فحص العمليات التي يقوم بها المصرف والتدقيق عليها وتقييم مدى التزام البنك بالفتاوى والقرارات الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية وتقيده بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية.

- تقديم تقارير كتابية إلى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية تتضمن نتيجة فحص عمليات المصرف والتدقيق عليها والمقترحات بشأن ما يجب إجراؤه من تصحيحات وتحسينات.

- متابعة تنفيذ الفروع والإدارات المعنية للتوصيات المتعلقة بالأمور الشرعية الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.

- تدريب الموظفين في مجال التمويل الاسلامي وتوسيع معارفهم للتمكن من تقديم أحسن خدمة لزبائن البنك.

<sup>1</sup> التقرير السنوي لمصرف السلام لسنة 2014 ،ص ص:5-6

### الفرع الثالث : شركة سلامة للتأمين التكافلي

تعتبر شركة سلامة للتأمينات، الشركة الوحيدة في الجزائر التي تتبنى فكرة التأمين التكافلي وهي أحد أهم فروع مجموعة سلامة (الشركة العربية الاسلامية للتأمينات) وهي إحدى الشركات الرائدة في تقديم منتجات تأمينية متوافقة مع الشريعة الاسلامية (التأمين التكافلي) منذ سنة 1979 تاريخ نشأتها في إمارة دبي.

#### 1. معلومات عن الشركة: لقد تم اعتماد شركة سلامة للتأمينات الجزائرية بمقتضى القرار رقم 46

الصادر بتاريخ 2006/07/02 عن وزير المالية بدلا عن شركة البركة والأمان للتأمين وإعادة التأمين المنشأة في 2000/03/26، وهذا بعد أن انضمت لمجموعة سلامة برأسمال قدره 02 مليار دج وهو الحد الأدنى لشركات التأمين العاملة في الجزائر، وبمجموع استثمارات مالية قدرها 2.6 مليار دج، وتتنوع محفظتها بين 76% بالنسبة لتأمين الخواص و24% بالنسبة لتأمينات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما تتوفر حاليا الشركة على 138 نقطة بيع على مستوى التراب الوطني، وأربع مديريات جهوية (وسط شرق، وسط غرب، الجهة الشرقية والجهة الغربية).<sup>1</sup>

#### 2. آليات التأمين التكافلي : تستخدم شركة سلامة للتأمينات 3 نماذج شرعية - متعارف عليها في عالم التأمين

التكافلي - في تنفيذ أعمالها المالية وإدارة صناديق التكافل على وجه التحديد، وهي نموذج الوكالة، نموذج المضاربة والنموذج المختلط.<sup>2</sup>

#### 1.1. نموذج المضاربة: ( المضاربة هي اتفاقية استثمار أموال بين اثنين أحدهما يقدم رأس المال والآخر يقدم

الجهد (المضارب)، ونواتج المضاربة (الربح) يتم اقتسامه بين الاثنين بنسبة محددة مثلا 50/50، وفي هذا النموذج يكون حملة الوثائق (المشركين) هم الذين يقدمون رأس المال والمؤمن (الشركة) هو المضارب .

#### 2.2. نموذج الوكالة بأجر معلوم : وهو عبارة عن اتفاقية يتم بموجبها تحديد أجر معلوم يقطع من صندوق

الاشتراكات على شكل نسبة مفعوية من الاشتراكات لحملة وثائق التكافل يسدد إلى صندوق الشركة (رأس مال المساهمين)

#### 3.2. النموذج المختلط : وفي هذا النموذج تستحق الشركة نسبة معينة من الاشتراكات (الاجر المعلوم)

مقابل إدارتها لأعمال التأمين بالإضافة إلى نسبة من عوائد الاستثمار والاشتراكات بصفتها مضارب

<sup>1</sup> من الموقع الرسمي لشركة سلامة للتأمينات، [www.salama-assurance.dz](http://www.salama-assurance.dz)، تاريخ الاطلاع: 2016/02/03

<sup>2</sup> حسين حساني، "إدماج منتجات التأمين التكافلي في السوق الجزائرية، أي تأثير لنظام الملاعة 02"، الملتقى الدولي للصناعات المالية الاسلامية، المدرسة العليا للتجارة، 12-13 افريل 2016، ص:16

### المبحث الثالث : متطلبات إنشاء الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية

سنحاول خلال هذه الدراسة إبراز أهم النقاط الواجب توفرها لإنشاء الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية وذلك من خلال إعداد وتوزيع عدد من الاستبانات على عينة من المتدخلين في السوق (مستثمرين، إدارات ومسؤولين) وخبراء في المجال الاقتصادي والقانوني والشرعي.

#### المطلب الأول : الطريقة والإجراءات

يمكن توضيح الطريقة والإجراءات المعتمدة لهذه الدراسات على النحو التالي:

**الفرع الأول :مجمع الدراسة والعينة :** يشمل مجتمع الدراسة كل من مسؤولي وإدارات وزارة المالية ،بنك الجزائر ،بنوك تجارية تقليدية ،بنوك إسلامية وكذا المستثمرين ،إضافة إلى الأساتذة الجامعيين .  
أما بالنسبة للعينة المدروسة فقد تمثلت في :

- عدد من إدارات الوزارة وبنك الجزائر
- عدد من إدارات كل من البنك الوطني الجزائري BNA ،القرض الشعبي الجزائري CPA ، Bnp
- Natixis، paribas ،بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ،البنك الخارجي الجزائري BEA ،وهم يمثلون عينة من البنوك التجارية التقليدية.
- كما تم توزيع استمارات على عدد من فروع كل من مصرف السلام وبنك البركة الجزائري وهما البنكين الاسلاميين الوحيدين بالجزائر.
- بالنسبة للأساتذة الجامعيين فقد كانت العينة مأخوذة من جامعات علي لونيبي بالعرفون ،جامعة الجيلالي بونعامة بخميس مليانة ،المركز الجامعي مرسلبي عبد الله تيبازة ،كلية العلوم الإسلامية بن يوسف بن خدة جامعة الجزائر 2 ،جامعة الجزائر 3

**الفرع الثاني :أدوات الدراسة :** في بداية الأمر تم إعداد فقرات الاستبانة وتوزيعها على عدد من الخبراء المحكمين وعددهم 8 ،والذين أوصوا باستبعاد عدد من الفقرات وإعادة صياغة فقرات أخرى ،ثم تم توزيع 200 استبانة ورقية إضافة إلى نشرها عبر مواقع التواصل الاجتماعي facebook ،لدى مجموعتين خاصتين بالإدارات البنكية العاملة بالجزائر ،ومجموعتين خاصتين بالأساتذة الجامعيين .ليتم بعد فحصها وتدقيقها واستبعاد عدد منها بسبب عدم اكتمالها أو تحيزها بالابقاء على 104 استبانة ،76 منها مسترجعة في شكل ورقي،أي 38% من الاستبانات الموزعة و28 إجابة عبر الانترنت (تمثل 36.84% من الإجابات المعتمدة) ،كما تم إرفاق

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

الاستبانات الموزعة بورقة اضافية تحمل أهم التعاريف الخاصة بالصكوك وأنواعها ،والجدول الموالي يلخص هذه المعطيات:

الجدول (25): توزيع الاستبانات حسب الجهة المستخدمة

مصدر الاستبانة		الاستبانات المعتمدة	الاستبانات الموزعة	العينة المستهدفة
الانترنت	ورقي			
8	8	16	20	وزارة المالية + بنك الجزائر
6	7	13	50	البنوك التجارية التقليدية
3	9	12	30	البنوك الإسلامية
11	41	52	85	الأساتذة الجامعيون
1	10	11	15	المستثمرون
<b>28</b>	<b>76</b>	<b>104</b>	<b>200</b>	<b>المجموع</b>

المصدر: من إعداد الطالب

يلاحظ أن أكبر نسبة من الإجابات هي لأساتذة جامعيين ، نظرا لتفهمهم لأهمية البحث العلمي على عكس باقي الأفراد الذي وجدوا صعوبة في فهم الموضوع والمقصد من البحث ، و آخرون تهربوا من الإجابة وأخص بالذكر البنوك التقليدية أين رفض عدد كبير منهم الإجابة بحجة أن الباحث غير مرخص له بإجراء تريض لدى مؤسستهم أو أن الموضوع لا يخصهم .

كما عرفت العينة المستهدفة تفاوتت في المستوى العلمي والوظيفي يمكن أن نبينها كما يلي :

الجدول(26): توزيع أفراد العينة تبعا لبياناتها الشخصية:

البيان	الفئات	العدد	النسبة %
الجهة المستخدمة	بنك تقليدي	13	12,5
	بنك اسلامي	12	11,5
	مستثمر خاص	11	10,6
	وزارة المالية+بنك الجزائر	16	15,4
	وزارة التعليم العالي	52	50,0
	<b>المجموع</b>	<b>104</b>	<b>100,0</b>
المركز الوظيفي	استاذ مساعد	26	25,0
	استاذ محاضر	20	19,2
	استاذ تعليم عالي	6	5,8
	رئيس مدير عام	8	7,7
	مدير	2	1,9
	إطار بالمؤسسة	42	40,4
	<b>المجموع</b>	<b>104</b>	<b>100,0</b>
الدرجة العلمية	دكتوراه	26	25,0
	ماجستير(ماستر)	48	46,2
	ليسانس	23	22,1
	غير ذلك	7	6,7
	<b>المجموع</b>	<b>104</b>	<b>100,0</b>
التخصص العلمي	علوم اقتصادية/تجارية/تسيير	75	72,1
	علوم قانونية/حقوق	12	11,5
	علوم شرعية	11	10,6
	غير ذلك	6	5,8
	<b>المجموع</b>	<b>104</b>	<b>100,0</b>
سنوات الخبرة	اقل من 5 سنوات	35	33,7
	من 5 الى 10 سنوات	41	39,4
	اكثر من 10 سنوات	28	26,9
	<b>المجموع</b>	<b>104</b>	<b>100,0</b>

يلاحظ على التوزيع بين أفراد العينة أنه يناسب الدراسة، فأول ما يلاحظ أن هذه العينة يغلب عليها طابع التخصص، فمن جهة المستخدم نلاحظ أن 50% من أفراد العينة هم أساتذة جامعيين نصفهم حاصل على شهادة الدكتوراه و6 منهم أساتذة تعليم عالي، كما أن 72.1% من العينة لها علاقة بميدان العلوم الاقتصادية أو التجارية أو علوم التسيير، أما من حيث الخبرة فيلاحظ أن هناك تقاربا بين الفئات رغم ميل الكفة إلى اصحاب الخبرة المحصورة بين 5 و10 سنوات.

### الفرع الثالث: الأساليب الإحصائية المستعملة:

تم استخدام برنامج IBM SPSS (Statistical Products and Service solutions) أو ما يسمى بمنتجات وخدمات الحلول الإحصائية، وهذا لإجراء مختلف العمليات الإحصائية بدءا بتناسق فقرات الاستبانة باستعمال معامل الفاكرونباخ، إضافة إلى الدراسة الوصفية من خلال مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت من متوسط حسابي وانحراف معياري، إضافة إلى اعتماد مختلف الجداول المتقاطعة لدراسة ومقارنة الإجابات واستخراج النتائج.

1. هيكل الاستبانة: تم إعداد الاستبانة على شكل قسمين أو جزئين، الجزء الأول مخصص للبيانات الشخصية من مركز وظيفي ودرجة علمية وخبرة.. الخ، أما الجزء الثاني فيبدأ بسؤال تمهيدي الهدف منه اخذ رأي المستجوب وخاصة الخبراء منهم في ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية، ثم تليه مجموعة من الاسئلة تخص الجانب الاقتصادي والاجتماعي فالتشريعي، وقد تم اعتماد مقياس ليكرت Likert في الجزء الثاني فكانت الإجابات محصورة في الشكل التالي: موافق تماما (5)، موافق (4)، غير متأكد (3)، غير موافق (2)، غير موافق تماما (1)

2. نتائج الفاكرونباخ: من خلال الفقرات أو الاسئلة المطروحة في الجزء الثاني وعددها 36 فقد تم قياس معامل الفاكرونباخ التناسق الداخلي بين الفقرات فكانت النتائج على الشكل التالي:

الجدول (27) معامل الفاكرونباخ لقياس ثبات

الاستبانة

Alpha de Cronbach	Nombre d'éléments
,894	36

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

يلاحظ أن قيمة الفا كرونباخ لمجال الدراسة أكبر من 0.600، فهي بذلك تشير إلى تناسق داخلي عال بين مجموع تباين الفقرات وتباينه ككل، ما يعكس مناسبة هذه الفقرات لقياس مجالها وتناسقها فيه، وتعد مناسبة لأغراض الدراسة

### المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لفقرات الإستبانة :

سنقوم من خلال هذه الدراسة بحساب المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وكذا الأهمية النسبية لكل مجموعة من المتطلبات، لكن قبل التطرق لمختلف المجموعات سنقوم بحساب المتوسط والانحراف المعياري للفقرة التمهيدية، والتي كانت على الشكل التالي:

#### الجدول(28):المتوسط الحسابي و الانحراف المعياري للفقرة التمهيدية(المتغير التابع)

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الفقرة التمهيدية
0.74	4.21	في ظل الازدهار العالمي للصكوك الإسلامية ومطابقتها للشريعة الإسلامية، هل تعتقد أن التعامل بالصكوك الإسلامية ضرورة للاقتصاد الجزائري

من خلال قيمة المتوسط الحسابي التي تجاوزت 4 يمكن أن نستنتج أن إدراج الصكوك الإسلامية هو مطلب لفئة كبيرة من العينة المدروسة باعتبار أن الإجابة بشكل عام هي محصورة بين موافق و موافق تماما، كما أن قيمة الانحراف المعياري المقدرة ب0.74 تعتبر صغيرة ما يعني ان الإجابات كانت متقاربة ومتفقة على أهمية الصكوك في الاقتصاد الجزائري.

**الفرع الأول: الدراسة الوصفية للمتطلبات الاقتصادية:**

يبين الجدول الموالي قيم المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للفقرات الخاصة بالمتطلبات الاقتصادية كما يلي:

**الجدول(29): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاقتصادية**

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الفقرة	
0,812	3,96	تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تعبئة المدخرات غير المستغلة	1
0,850	4,27	ستقبل بتحويل مدخراتك المالية إلى صكوك إسلامية	2
0,954	3,44	توفر الصكوك الإسلامية الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات الجزائرية بما يعينها عن الاستدانة من البنوك	3
0,833	3,65	التعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا وتداولا يشجع المؤسسات على التسجيل بالبورصة	4
0,765	3,91	تسهيل إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيعمل على تطوير بورصة الجزائر	5
0,836	3,53	يشجع التعامل بالصكوك الإسلامية على جذب أموال المهاجرين وتحويلها نحو الجزائر	6
0,810	3,25	يشجع التعامل بالصكوك الإسلامية على جذب الشركات الأجنبية للاستثمار في الجزائر	7
0,689	3,67	تساهم شركات التامين الاسلامي (التكافلي) في نجاح الصكوك الإسلامية	8
0,698	3,81	نجاح الصكوك الإسلامية مرتبط بتوسيع شبكة البنوك الإسلامية	9
0,686	3,73	للبنوك الإسلامية استعداد للعب دور الوسيط عند إصدار الصكوك الإسلامية	10
0,737	3,53	ترغب البنوك الإسلامية في إصدار صكوك لحسابها الخاص	11
0,612	3,62	التعامل بالصكوك الإسلامية يشجع البنوك لأجل تداولها لحساب زبائنها	12
0,842	3,99	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الزراعي في الجزائر	13
0,823	4,11	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الصناعي في الجزائر	14
0,818	3,97	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الخدماتي في الجزائر	15
0,709	3,64	هناك رغبة لدى المؤسسات الجزائرية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية	16
0,827	3,63	التعامل بالصكوك الإسلامية يغني الدولة عن اللجوء للاستدانة الخارجية	17
<b>0,78</b>	<b>3,75</b>	<b>المتوسط</b>	

أول ما يلاحظ على الفقرات أن انحرافها المعياري منخفض أي أن تشتت الإجابات صغير هذا من جهة أما بالنسبة للمتوسط الحسابي فيختلف من فقرة إلى أخرى ولعل أهم ما يشد الانتباه أن الفقرة 2 تحمل أكبر متوسط بقيمة 4.27 ما يعني أن متوسط الإجابات محصورة بين الموافق و الموافق تماما، وتمثل هذه الفقرة مدى قبول أفراد العينة لتحويل مدخراتهم إلى صكوك إسلامية، ما يعني ان هناك ميول للأفراد الجزائريين نحو

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

الأدوات التي تحترم فيها مبادئ الشريعة الإسلامية. وهو ما يفسر كذلك الإجابة عن الفقرة الأولى التي تكاد تقترب من 4 أي أن هناك قناعة بأهمية الصكوك في تعبئة المدخرات غير المستغلة.

في الفقرات 13،14 و 15 والخاصة بدور الصكوك في تطوير القطاعات الصناعية والزراعية والخدماتية يلاحظ كذلك توافق وقناعة بشأن امكانية تطوير هذه القطاعات اعتمادا على الصكوك الإسلامية، أما باقي الفقرات فيلاحظ أن هناك اتجاه نحو الموافقة على ماجاء فيها باعتبار أن المتوسط الحسابي لمختلف الفقرات كان أكبر من 3 إذ بلغ متوسطها قيمة 3.75

### الفرع الثاني: الدراسة الوصفية للمتطلبات الاجتماعية :

يبين الجدول الموالي قيم المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للفقرات الخاصة بالمتطلبات الاجتماعية

### الجدول(30): المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات الاجتماعية

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الفقرة	
1,06	3,33	قد كان مفهوم الصكوك الإسلامية والأدوات الإسلامية واضحين لديكم	1
0,83	4,05	يعتبر مفهوم الصكوك الإسلامية غير واضح لمعظم المستثمرين	2
0,86	4,13	الهدف من تداول الصكوك الإسلامية هو تجنب التعامل بالربا	3
0,84	4,2	تهدف الصكوك الإسلامية إلى تمويل الاقتصاد بطريقة شرعية	4
1,01	3,65	إدراج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري سيلقى قبولا من مختلف فئات المجتمع	5
0,835	4,02	هناك حاجة لتكوين كفاءات في الاقتصاد الإسلامي والصكوك الإسلامية	6
0,98	3,91	على السلطات الجزائرية توسيع تخصص الاقتصاد الإسلامي عبر مختلف الجامعات	7
0,89	3,73	الإطارات العاملة حاليا بالبنوك الإسلامية بحاجة إلى دورات تدريبية لفهم الصكوك الإسلامية وآليات التعامل بها وبأحكامها	8
1,06	3,13	للبنوك الإسلامية القدرة على اقناع مختلف الفئات (عائلات ،مستثمرين ،حكومة...)	9
0,93	4,19	لأجل التعامل بالصكوك الإسلامية	
0,93	4,19	المستثمر الجزائري مضطر للتعامل مع البنوك التقليدية في غياب البدائل الإسلامية	10
0,79	3,76	إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيشجع ويرسخ ثقافة التعامل في سوق الأوراق المالية لدى الجمهور والمؤسسات	11
<b>0.91</b>	<b>3.83</b>	<b>المتوسط</b>	

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

ما يلاحظ مقارنة بالمجموعة الأولى أن الانحراف المعياري نوعا ما أكبر ،فجده 1.06 عند الفقرة 9 وبمتوسط يساوي تقريبا 3 أي أن هناك تباعدا في الافكار والرؤى بالنسبة لقدرة البنوك على اقناع مختلف فئات المجتمع نظرا لاختلاف الدرجات العلمية للعينة واختلاف ثقافتهم ، كذلك الفقرة 1 و5 نلاحظ أن الانحراف أكبر من الواحد ويعود ذلك لنفس الاسباب ، إلا أن هناك توافقا على الفقرات 2،3،4،6،7،10، فمعظم الأفراد يعتقدون أن المستثمرين بحاجة إلى توعية في حال ما إذا كانت هناك ارادة لإدماج الصكوك الإسلامية بالسوق الجزائرية ، كما أن الصكوك يفترض أنها تحترم مبادئ الشريعة خاصة من حيث تفادي الربا ، كما أن هناك حاجة لتكوين أكثر للإطارات وتوسيع لتخصص الاقتصاد الاسلامي بالجامعات الجزائرية ، إضافة إلى التوافق بخصوص اضطراب المستثمرين للتعامل مع البنوك الربوية في ظل غياب البدائل الاسلامية بالشكل الكافي.

### الفرع الثاني :الدراسة الوصفية للمتطلبات التشريعية :

يبين الجدول الموالي قيم المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للفقرات الخاصة بالمتطلبات التشريعية.

#### الجدول(31) :المتوسط الحسابي والانحراف المعياري للمتطلبات التشريعية

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الفقرة	
0,890	3,942	القوانين الحالية تعيق إدراج الصكوك الإسلامية في السوق المالية	1
0,908	3,760	على البنك المركزي ان يراعي خصوصية البنوك الإسلامية عند رقابته لها حتى يشجعه على لعب دور الوسيط في عمليات إصدار وتداول الصكوك الإسلامية	2
0,806	4,029	التعامل بالصكوك الإسلامية مرتبط أساسا بالسلطة التشريعية في البلاد	3
0,706	4,288	السلطات التشريعية في البلاد بإمكانها اخذ قرارات تساهم في عملية التعامل بالصكوك الإسلامية	4
0,835	3,548	على السلطات التفكير في وضع قوانين وتشريعات تدعم إدراج الصكوك	5
0,761	3,942	على السلطات وضع قوانين تدعم من خلالها الصكوك بما يتوافق والشريعة الاسلامية	6
0,757	3,760	على السلطات وضع خطط وسياسات لإنجاح وتشجيع التعامل بالصكوك الإسلامية	7
,809	3.896	المتوسط	

من خلال الفقرات الخاصة بالمتطلبات التشريعية يبدو أن هناك شبه اجماع على إدراج الصكوك الإسلامية يتعلق أساسا بإرادة الدولة في إدماج الصكوك بالسوق الجزائرية وهو ما يتجلى أساس في الفقرتين 3 و4 أين سجلنا متوسطا يتجاوز الـ 4 كما أن المتوسط العام لهذه الفقرات يقدر بـ 3.89 ما يعني أن متوسط الإجابات عموما يميل نحو الموافقة على فقرات الاستبانة، و هو المتوسط الاعلى مقارنة بباقي المتطلبات.

### المطلب الثالث: دراسة النتائج حسب الفئة المستهدفة:

سنحاول دراسة نتائج الاستبانات المحصل عليها حسب كل فئة وسنركز على الجهة المستخدمة والدرجة العلمية وكذا التخصص وأول ما نبدأ به هو السؤال التمهيدي فقد كانت الإجابات على الشكل التالي :

**الفرع الأول: تحليل النتائج حسب الدرجة العلمية (الدكاترة) :** سنحاول تحليل النتائج المتحصل عليها أولا حسب آراء الدكاترة الذين قدر عددهم بـ 26 دكتور معظمهم متخصصين في المجال الاقتصادي (16 دكتور) في حين أن هناك 5 دكاترة متخصصين في الشريعة الإسلامية و5 آخرين في العلوم القانونية، ومن خلال الملحق رقم(2) نلاحظ أن 24 دكتور يرون ان السوق الجزائرية بحاجة لإدراج هذه الصكوك وهو ما تجلى السؤال التمهيدي، وسنستعرض رأيهم في مختلف الفقرات حسب كل محور:

### 1. المتطلبات الاقتصادية : لخصنا إجابات الدكاترة على هذا المحور في الجدول التالي :

#### الجدول (32): توزيع الإجابات حسب آراء الخبراء(الدكاترة)

الفقرة	غ.موافق تماما	غير موافق	غير متأكد	موافق تماما	موافق تماما
1 تلعب الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تعبئة المدخرات غير المستغلة	0	1	3	14	8
2 ستقبل بتحويل مدخراتك المالية إلى صكوك إسلامية	1	0	5	8	12
3 توفر الصكوك الإسلامية الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات الجزائرية بما يغنيها عن الاستدانة من البنوك	0	1	8	12	5
4 التعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً يشجع المؤسسات على التسجيل بالبورصة	0	1	5	16	4
5 تسهيل إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيعمل على تطوير بورصة الجزائر	0	2	3	16	5

الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

4	13	7	1	1	يشجع التعامل بالصكوك الإسلامية على جذب أموال المهاجرين وتحويلها نحو الجزائر	6
3	8	12	3	0	يشجع التعامل بالصكوك الإسلامية على جذب الشركات الأجنبية للاستثمار في الجزائر	7
5	11	8	2	0	تساهم شركات التأمين الإسلامي (التكافلي) في نجاح الصكوك الإسلامية	8
4	20	2	0	0	نجاح الصكوك الإسلامية مرتبط بتوسيع شبكة البنوك الإسلامية	9
4	12	10	0	0	للبنوك الإسلامية الاستعداد للعب دور الوسيط عند إصدار الصكوك الإسلامية	10
3	6	17	0	0	ترغب البنوك الإسلامية في إصدار صكوك لحسابها الخاص	11
2	15	9	0	0	التعامل بالصكوك الإسلامية يشجع البنوك لأجل تداولها لحساب زبائنها	12
9	11	5	1	0	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الزراعي في الجزائر	13
10	13	2	0	1	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الصناعي في الجزائر	14
8	14	3	1	0	التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الخدماتي في الجزائر	15
4	10	12	0	0	هناك رغبة لدى المؤسسات الجزائرية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية	16
3	14	7	1	1	التعامل بالصكوك الإسلامية يغني الدولة عن اللجوء للاستدانة الخارجية	17

أهم ما يمكن ملاحظته من الجدول أعلاه أن الدكاترة متفقون وموافقون على معظم الفقرات ويتضح ذلك من خلال النقاط التالية :

- 22 دكتور يعتبر أن الصكوك تلعب دورا هاما في تعبئة المدخرات غير المستغلة كما أن 20 منهم موافق على تحويل مدخراته إلى صكوك.

- 20 إلى 21 دكتور يعتبرون ان التعامل بالصكوك الإسلامية سيدفع المؤسسات الجزائرية للتسجيل بالبورصة، ما سيؤدي إلى نشاط وتطوير أكبر للبورصة.
- 35% غير متأكدين أو غير موافقين على أن الصكوك ستجذب أموال المهاجرين في حين أن 65% يوافقون على ذلك.
- أكثر من 57% من الدكاترة غير متأكدين أو غير موافقين على اعتبار أن الصكوك ستجذب الشركات الاجنبية.
- أكثر من 61% يعتقدون أن شركات التأمين التكافلي قد تساهم في نجاح الصكوك الإسلامية.
- يعتبر الدكاترة (+92%) أن نجاح الصكوك الإسلامية متعلق بتوسيع شبكة البنوك الإسلامية في الجزائر.
- 9 دكاترة فقط من وافقوا على ان البنوك ستصدر صكوكا لحسابها الخاص في حين أن 17 يوافقون على انها ستقوم بإصدار صكوك لحساب زبائنها.
- يتفق معظمهم على ان الصكوك الإسلامية ستسهم في تطوير مختلف القطاعات الاقتصادية (زراعة(77%)، صناعة(88%) وخدمات(85%)).
- كما أن 65% منهم يرون ان الصكوك قد تغني الدولة عن الاستدانة في حين ان البقية غير متأكدين أو غير موافقين على ذلك.
- 2. المتطلبات الاجتماعية : من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الملحق (2) فقد لاحظنا ما يلي :
- معظم أفراد العينة (22 دكتور) كان لديهم فكرة عامة أو معمقة عن الصكوك الإسلامية وهو ما يساهم في استخلاص نتائج ذات مصداقية.
- أكثر من 80% من الدكاترة يعتقدون أن هناك حاجة لتوعية المستثمرين بدور وأهمية الصكوك الإسلامية.
- ما يربو عن 92% منهم يوافقون على أن الصكوك الإسلامية تستجيب لمبادئ التمويل الشرعي وعلى رأسها الفوائد الربوية.
- ليس كل الدكاترة يوافقون على أن الصكوك الإسلامية ستلقى قبولا من مختلف الفئات (17 موافقون، 5 غير متأكدين، 4 غير موافقون).
- معظم الدكاترة يعتقدون أن هناك حاجة للاهتمام بالاقتصاد الاسلامي من خلال التكوين سواء الجامعات أو الإطارات العاملة بالبنوك.

## الفصل الخامس:..... خصائص السوق المالية الجزائرية ومتطلبات إدراجه للصكوك الإسلامية

- هناك اختلاف في الرؤى بالنسبة لقدرة البنوك الإسلامية على اقناع مختلف فئات المجتمع على التعامل بالصكوك الإسلامية خاصة تلك الفئات التي تميل للتعامل مع البنوك الربوية.
- كما أن 80 % منهم يوافقون على ان المستثمر الجزائري وجد نفسه مضطرا للتعامل مع البنوك الربوية.
- و أخيرا فإن 80 % منهم يؤمنون بأن إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيرسخ ثقافة التعامل بهذه السوق لدى الجمهور الجزائري.

3. المتطلبات التشريعية : من خلال الملحق 2 نلاحظ أن كل الفقرات المتعلقة بالمتطلبات التشريعية قد عرفت موافقة بالإجماع خاصة في الفقرة التي تنص على أن نجاح الصكوك الإسلامية مرتبط أساسا بالسلطة التشريعية.

### الفرع الثاني : تحليل النتائج حسب الفئة المستخدمة :

سنحاول إبراز أهم النتائج والملاحظات المتحصل عليها بناء على القطاع الذي ينتمي اليه أفراد العينة ، وأول ما نبدأ به هو الفقرة التمهيدية والتي توزعت الإجابات عليها كما يلي

الجدول(33): توزيع إجابات الفقرة التمهيدية حسب المستخدم

	الصكوك ضروريه					Total
	غير موافق تماما	غير موافق	بدون رأي	موافق	موافق تماما	
بنك تقليدي	0	1	4	8	0	13
بنك إسلامي	2	0	0	5	5	12
مستثمر خاص المستخدم	0	1	3	6	1	11
وزارة المالية	0	0	0	7	9	16
وزارة التعليم العالي	0	1	1	24	26	52
المجموع	2	3	8	50	41	104

المصدر: مخرجات الSPSS

أهم ما يلاحظ على النتائج المبينة أعلاه أن مختلف أفراد العينة (87.5% منهم) وعلى اختلاف القطاعات التي يعملون بها فإنهم متفقون على حاجة الاقتصاد الجزائري للصكوك الإسلامية ، وهو ما يشجع على أن هذا النوع من الأدوات المالية قد يكون حلا ناجعا ، لتعبئة الموارد غير المستغلة أو المكتنزة لدى كثير من الأفراد.

1. المتطلبات الاقتصادية : أهم ما يلاحظ على هذه الفقرات أن :

- 84.6% من المستجوبين يوافقون على تحويل مدخراتهم إلى صكوك سواء كانوا إطارات بينك إسلامي أو ربوي أو من باقي القطاعات، والاهم من ذلك أن 100 % من المستثمرين المستجوبين يوافقون على هذه الفقرة.
- 48% فقط من المستجوبين من يعتقدون أن الصكوك الإسلامية ستغني المؤسسة عن الاستدانة، كما أن 63% من المستثمرين غير متأكدين من تسجيلهم في البورصة أو أن الصكوك ستسهم في تطويرها ويعود ذلك أساسا إلى نقص ثقافتهم البورصية.
- أكثر من 63% من الأساتذة اما غير موافقين أو غير متأكدين من أن الصكوك الإسلامية قد تجذب الشركات الاجنبية للسوق الجزائري وهو نفس توجه إطارات البنوك التقليدية أو وزارة المالية وبنك الجزائر، على عكس ما ذهب اليه إطارات البنوك الإسلامية (68% منهم).
- 45% من المستثمرين يعتقدون ان المؤسسات ترغب في تمويل مشاريعها عن طريق الصكوك في حين ان 45 % غير متأكدين، على خلاف 83% من إطارات البنوك الإسلامية الذين يرون العكس.
- يعتقد 69% من الأساتذة أن الصكوك الإسلامية قد تغني الدولة عن الاستدانة الخارجية ، وهو نفس ما ذهب اليه إطارات البنوك الإسلامية ووزارة المالية وبنك الجزائر

2. المتطلبات الاجتماعية : من خلال جداول الملحق رقم(3) يمكن استخلاص الملاحظات التالية :

- معظم إطارات البنوك(80%) لديهم ولو فكرة عامة عن الصكوك سواء تعلق الأمر بالبنوك الإسلامية أو البنوك التجارية، و8% منهم فقط من لديه معرفة جيدة بالصكوك الإسلامية، في حين أن 63% من المستثمرين لم يكن لديهم أي فكرة عن الصكوك، وبالنسبة للأساتذة فحوالي 71% منهم لديه فكرة عامة أو معمقة عن الصكوك الإسلامية.
- هناك شبه اتفاق بنسبة 78% من المستجوبين على ضرورة توعية المستثمرين بالصكوك الإسلامية .
- 64.4% من المستجوبين يعتقدون ان الصكوك ستلقى قبولا من مختلف الفئات.
- معظم المستهدفين يعتقدون ان هناك نقص في التكوين الخاص بالاقتصاد الاسلامي سواء على مستوى الجامعات الجزائرية أو لدى الإطارات العاملة بالبنوك الإسلامية.

- بالنسبة لقدرة البنوك الإسلامية وكفاءتها في اقناع مختلف فئات المجتمع فإن 36.5% منهم يوافقون على انها تملك تلك الكفاءة في حين أن 29.8% يرون ان البنوك غير قادرة على الاقناع، و33.7% غير متأكدين من ذلك.
- يعتبر 83.6% من المستثمرين انهم مضطرون للتعامل مع البنوك الربوية في ظل نقص البدائل الشرعية.
- عدد كبير من الأساتذة والإطارات يرون ان نجاح الصكوك سيدعم ثقافة البورصة، فكان إجمالي الموافقات هو 65.38%.

### 3. المتطلبات التشريعية : أهم النقاط الملاحظة هي :

- اجماع بين مختلف الفئات على أن القوانين الحالية لا تشجع على إدراج الصكوك الإسلامية، كما أن هناك ضرورة لسن قوانين تشجع على إدراج الصكوك الإسلامية تحترم فيها مبادئ الشريعة الإسلامية.
- 78% من مجموع إطارات البنوك الإسلامية والأساتذة يتفقون على وجوب مراعاة خصوصية البنوك الإسلامية من طرف البنك المركزي.
- اجماع بنسبة 89% على ان للسلطة القدرة على توفير الجو الملائم وإنجاح عملية إدراج الصكوك.

إن المتأمل في الملاحظات السابقة سيدرك ان الثقافة الإسلامية للمجتمع الجزائري تساعد على تقبل هذا النوع من الأدوات المالية باعتبار أن مختلف أفراد العينة كانوا يميلون نحو ما يشجع على إدراج الصكوك وقبولهم لتحويل مدخراتهم إلى صكوك، كما أن معظم إجابات المستثمرين الصغار الذين كنا قد استجوبناهم كانت "غير متأكد" وهو ما يبين ان معظم المستثمرين تنقصهم الثقافة المالية وخاصة فيما يتعلق بالمالية الإسلامية.

كما أن معظم المستجوبين وعلى رأسهم الدكاترة يتفقون على نقص التكوين الخاص بالاقتصاد الإسلامي كما أن للدولة القدرة على انجاح الصكوك الإسلامية في الجزائر بشرط توفر الارادة لذلك، ما قد يسمح بتوفير التمويل اللازم لتمويل مختلف المشاريع سواء الخاصة أو الحكومية دون اللجوء إلى الاستدانة .

### المطلب الرابع: اختبار فرضيات الدراسة

يتضمن هذا المطلب عرضاً للنتائج الخاصة بفرضيات الدراسة، وقد تم لاجل ذلك استخدام اختبار الانحدار البسيط، فتم اعتماد قاعدة القرار التالية لاختبار الفرضيات:

-  $H_1$ : قبول الفرضية البديلة إذا كان مستوى الدلالة المحسوبة أقل من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05)

-  $H_0$ : قبول الفرضية العدمية إذا كان مستوى الدلالة المحسوبة أكبر من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05)

#### الفرع الأول: اختبار الفرضية الأولى

تنص هذه الفرضية على أنه يوجد تأثير للمتطلبات الاقتصادية على إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و عليه فقد تم صياغة الفرضية العدمية على النحو الآتي:

#### 1. اختبار الفرضية

- لتكن الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتطلبات الاقتصادية و إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر عند مستوى الدلالة (0.05) كما يبينه الجدول:

الجدول رقم (34): إختبار الفرضية الأولى

المتطلبات الاقتصادية					المتغير
العينة	مستوى الدلالة	t	مربع معامل الارتباط	معامل الارتباط	المستقل
104	0.000	12.085	0.589	0.767	المتغير التابع
					ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مستوى الدلالة المحسوبة قدر ب(0.000) وهو أقل من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05)، كما أن قيمة t المحسوبة (12.085) أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى ثقة 95% التي تقدر بأقل من 1.984، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وهذا يعني وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

ومن اجل تحديد نوع العلاقة قمنا بحساب معامل الارتباط (R) بحيث من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة معامل الارتباط (R=0.789) ، حيث بلغت قوة العلاقة بين المتغيرين 78.9% وهي قيمة قوية تدل على قوة الارتباط بين المتطلبات الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

## 2. معادلة خط الانحدار

بالاعتماد على مخرجات spss كان نموذج الدراسة المتعلق بدراسة العلاقة بين المتطلبات الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر كالآتي:

$$Y=2.045 + 0.704 X_1$$

$X_1$ : تعبر عن المتغير المستقل (المتطلبات الاقتصادية)

$Y$ : يعبر عن المتغير التابع و هو ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

من خلال نموذج الدراسة نلاحظ أنه إذا تغير المتغير المستقل بوحدة واحدة (المتطلبات الاقتصادية) ،فان المتغير التابع (إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر) يتغير بـ 0.704 كما أن مربع معامل الارتباط والذي يستخدم لتبيين أن البيانات المستخدمة من المتغير المستقل في تقدير المتغير التابع ،فمن خلال الجدول أعلاه نجد ان مربع معامل الإرتباط يقدر ب 58.9% يفسر ان النموذج المقترح ملائم.

### الفرع الثاني: اختبار الفرضية الثانية

تنص هذه الفرضية على أنه يوجد تأثير للمتطلبات الاجتماعية على إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و عليه فقد تم صياغة الفرضية العدمية على النحو الآتي:

#### 1. اختبار الفرضية

- لتكن الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتطلبات الاجتماعية و إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات الاجتماعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر عند مستوى الدلالة (0.05) كما يبينه الجدول:

الجدول رقم(35): اختبار الفرضية الثانية

المتطلبات الاجتماعية					المتغير المستقل
العينة	مستوى الدلالة	t	مربع معامل الارتباط	معامل الارتباط	المتغير التابع
104	0.000	11.141	0.549	0.741	ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مستوى الدلالة المحسوبة قدر ب(0.000) وهو أقل من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05)، كما أن قيمة t المحسوبة (11.141) أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى ثقة 95% التي تقدر بأقل من 1.984، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة H1 وهذا يعني وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات الاجتماعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

كما بلغ مربع معامل الارتباط  $R=0.741$  ما يعني ان التغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (المتطلبات الاقتصادية) قد فسرت مانسبته ب 74.1% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (إنشاء صكوك إسلامية في الجزائر).

## 2. معادلة خط الانحدار

وبالاعتماد على مخرجات spss كان نموذج الدراسة المتعلق بدراسة العلاقة بين المتطلبات الاجتماعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر كالآتي:

$$Y=1.562+ 0.820 X_2$$

$X_2$ : تعبر عن المتغير المستقل (المتطلبات الاجتماعية)

Y: يعبر عن المتغير التابع و هو ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

ومن خلال نموذج الدراسة نلاحظ أنه إذا تغير المتغير المستقل (المتطلبات الاجتماعية)، فإن المتغير التابع بوحدة واحدة (إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر) يتغير ب 0.820

كما بلغ مربع معامل الارتباط  $R^2=0.549$  ما يعني ان التغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (المتطلبات الاجتماعية) قد فسرت مانسبته ب 54.9% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (إنشاء صكوك إسلامية في الجزائر).

الفرع الثالث: اختبار الفرضية الثالثة

تنص هذه الفرضية على أنه يوجد تأثير للمتطلبات التشريعية على إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و عليه فقد تم صياغة الفرضية العدمية على النحو الآتي:

1. اختبار الفرضية

- لتكن الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية و إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر عند مستوى الدلالة (0.05) كما يبينه الجدول:

الجدول رقم(36): إختبار الفرضية الثالثة

المتطلبات التشريعية					المتغير المستقل
العينة	مستوى الدلالة	t	مربع معامل الارتباط	معامل الارتباط	المتغير التابع
104	0.000	9.959	0.493	0.702	ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مستوى الدلالة المحسوبة قدر ب(0.000) وهو أقل من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05)، كما أن قيمة t المحسوبة (9.959) أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى ثقة 95% التي قدرت بأقل من 1.984، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وهذا يعني وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

ومن اجل تحديد نوع العلاقة قمنا بحساب معامل الارتباط (R) بحيث من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة معامل الارتباط (R=0.702)، حيث بلغت قوة العلاقة بين المتغيرين 70.2% وهي قيمة قوية تدل على قوة الارتباط بين المتطلبات التشريعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

2. معادلة خط الانحدار

وبالاعتماد على مخرجات spss كان نموذج الدراسة المتعلق بدراسة العلاقة بين المتطلبات التشريعية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر كالآتي:

$$Y = 1.427 + 0.843 X_3$$

X<sub>3</sub>: تعبر عن المتغير المستقل (المتطلبات التشريعية)

Y: يعبر عن المتغير التابع و هو ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

ومن خلال نموذج الدراسة نلاحظ أنه إذا تغير المتغير المستقل (المتطلبات التشريعية) ، فإن المتغير التابع بوحدة واحدة (إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر) يتغير بـ 0.843 و العكس صحيح كما بلغ مربع معامل الارتباط  $R^2 = 0.493$  ما يعني أن التغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (المتطلبات التشريعية) قد فسرت مانسبته بـ 49.3% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (إنشاء الصكوك في الجزائر).

#### الفرع الرابع: اختبار الفرضية الرابعة

تنص هذه الفرضية على أنه يوجد تأثير للمتطلبات التشريعية و الاجتماعية و الاقتصادية على إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر؛ وعليه فقد تم صياغة الفرضية العدمية على النحو الآتي:

#### 1. اختبار الفرضية

- لتكن الفرضية العدمية  $H_0$ : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية والاجتماعية و الاقتصادية و إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية و الاجتماعية و الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر عند مستوى الدلالة (0.05) كما يبينه الجدول:

#### الجدول رقم (37): إختبار الفرضية الرابعة

المتغير المستقل	الارتباط	مربع الارتباط	t	مستوى الدلالة	الثابت (Constante)	العينة
م. اقتصادية	0.941	0.886	10.525	0.000	-0.220	104
م. اجتماعية			9.185	0.000		
م. تشريعية			10.804	0.000		

من خلال الجدول أعلاه نجد أن مستوى الدلالة المحسوبة قدر بـ (0.000) عند كل المتطلبات وهو أقل من مستوى الدلالة المعتمدة (0.05) ، كما أن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى ثقة 95% التي

تقدر بأقل من 1.984 ، وبالتالي نقبل الفرضية البديلة H1 وهذا يعني وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتطلبات التشريعية، الاجتماعية و الاقتصادية وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

ومن اجل تحديد نوع العلاقة قمنا بحساب معامل الارتباط (R) بحيث من خلال الجدول أعلاه نجد أن قيمة معامل الارتباط (R=0.941) ، حيث بلغت قوة العلاقة بين المتغيرين 94.1% وهي قيمة قوية تدل على قوة الارتباط بين جميع المتطلبات وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر.

## 2. معادلة خط الانحدار

وبالاعتماد على مخرجات SPSS كان نموذج الدراسة المتعلق بدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر كالآتي:

$$Y = 0.390X_1 + 0.411X_2 + 0.485X_3 - 0.220$$

$X_3, X_2, X_1$ : تعبر عن المتغيرات المستقلة المذكورة سابقا

$Y$ : يعبر عن المتغير التابع و هو ضرورة إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر

كما بلغ مربع معامل الارتباط  $R^2 = 0.886$  ما يعني أن التغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة (المتطلبات التشريعية، الاجتماعية و الاقتصادية) قد فسرت ما نسبته ب 88.6% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (إنشاء صكوك إسلامية في الجزائر).

و عليه فإننا نرفض الفرضية الصفرية التي تشير إلى عدم وجود علاقة بين المتطلبات الاقتصادية، الاجتماعية و التشريعية و بين بين ضرورة إنشاء صكوك مالية إسلامية في الجزائر، مما سبق يمكن القول أن إنشاء الصكوك في الجزائر ونجاحها يتعلق بتوفر محيط اجتماعي وقانوني واقتصادي ملائم من خلال نشر الوعي و الثقافة المالية الإسلامية لدى العامة و النخبة ، تهيئة الغطاء القانوني لالنجاح العملية ، توفير البيئة الاقتصادية من خلال تشجيع المؤسسات في مختلف القطاعات و تسهيل عمليات الإصدار إضافة لتوسيع شبكة البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي التي تعمل على مرافقة عمليات الإصدار إضافة إلى تطوير عمل البورصة بما يسمح بإدراج الصكوك و تداولها.

### خلاصة الفصل الخامس

النظام المصرفي والمالي الجزائري هو نظام تقليدي أي أنه لا يميز بين أدوات مالية إسلامية وأدوات تقليدية ، كما لا يميز بين بنك تجاري تقليدي وبنك إسلامي ، فآليات المراقبة التي يفرضها البنك المركزي الجزائري على البنوك الناشطة في الجزائري هي آليات موحدة تطبق على الجميع وبنفس الطريقة دون مراعاة لخصوصية البنوك الإسلامية وهو ما يجعلها دائما تفكر في إيجاد مخارج قانونية أو شرعية لتلك الآليات في حال ما إذا تعارضت ومبادئ الشريعة والاقتصاد الإسلامي .

و قد لاحظنا من خلال الدراسة ان بورصة الجزائر إذا ما قورنت بالبورصات العالمية أو حتى بعض الدول الشقيقة فإنها تعرف تأخرا كبيرا للدور المنتظر منها في تحريك عجلة النمو كما أن هناك عزوفا من الأفراد للتعامل مع الأوراق المالية المتداولة بها خوفا من شرعيتها أو عدم الثقة في آلياتها وهو ما يفسر الشبه ثبات في أسعار أوراقها خلال العام .

و من خلال دراسة الميدانية لمتطلبات إدراج الصكوك الإسلامية في الجزائر يلاحظ أن تقبل هذا النوع من الصكوك يلقي قبولا وتشجيعا من فئة واسعة في المجتمع الجزائري ، وما على الدولة إلى التحرك لوضع أرضية صلبة تسمح بنجاح هذه الأداة التي بإمكانها أن تكون بديلا فعالا للأوراق الحالية وكذا للقرض السندي الذي يعرف عزوفا من المواطنين بسبب الفوائد الربوية .

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة

يتم على مستوى السوق النقدي و المالي توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل مختلف الاستثمارات و بالتالي تحريك عجلة النمو الاقتصادي، و تتم عملية التمويل اعتمادا على آليات و أدوات تسمح بتحويل الموارد من اولئك الذين يملكون فوائض مالية إلى المستثمرين او لمن هم بحاجة لتمويل مشاريعهم.

و رغم الاهمية التي عرفها السوق النقدي عبر التاريخ و دور البارز في تمويل المشاريع و حتى العوائل، فإن السوق المالي اصبح له دور كبير هو الآخر و مكانة كبيرة في الاقتصاديات الحديثة خاصة عندما يتعلق الامر بالمشاريع الضخمة التي تحتاج إلى تمويل أكبر و مدة أطول لاسترجاع تكاليفها، فيتم تعبئة الموارد المالية من خلال إصدار أسهم و سندات بمختلف أنواعها، إضافة إلى آليات أخرى من مشتقات مالية و أوراق مهجنة، فباتت سوق الأوراق المالية متوفرة في عدة دول بما فيها دول العالم الثالث.

و على درب مختلف دول العالم عملت الدول العربية و الإسلامية على اقتحام هذه التجربة رغبةً منها في تقليص دور القطاع العام و الاتجاه نحو الخصخصة، فتم إنشاء عدة أسواق بداية من بورصة مصر و سوق القيم المنقولة بالدار البيضاء (المغرب) و البورصة اللبنانية، لتلتحق بها عدة دول اخرى كالإمارات العربية المتحدة، المملكة العربية السعودية، الأردن، الكويت، تونس و الجزائر... الخ، فحاولت استغلال الأدوات المالية على مستوى هذه السوق مثلها مثل باقي الدول لأجل دفع عجلة النمو الاقتصادي.

لقد عرفت أسواق الأوراق المالية العديد من الأزمات رغم الخصائص التي تميز مختلف الأدوات المتداولة بها، فقد شهد العالم أزمة الكساد الكبرى سنة 1929، و أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997 و أزمة الرهن العقاري سنة 2008 إضافة إلى أزمات كثيرة أخرى، ما جعل العديد من الباحثين و الخبراء يحاولون إيجاد مسبباتها والبحث في الحلول اللازمة و البدائل الممكنة.

و من أهم البدائل التي اقترحت في العالم الاسلامي هي الصكوك الإسلامية، و قد كان الدكتور سامي حسن حمود هو أول من طرح الفكرة سنة 1978 من خلال ما يسمى بسندات المقارضة، و هذا عند وضع مشروع قانون البنك الاسلامي الأردني، كما طبقت سنة 1983 عند بدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا وهو بنك "إسلام ماليزيا" و حينها اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي أن بنك اسلام ماليزيا يتجنب تملك السندات الحكومية أو سندات الخزانة كونها مخالفة للشريعة الإسلامية مما أدى بالبنك المركزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي على الربا.

بعدها بدأت الصكوك الإسلامية تعرف تطورا و انتشارا واسعا عبر العالم سواء في الدول الإسلامية او حتى غير الإسلامية سعيا منها لجذب أكبر قدر من الموارد المالية خاصة من أولئك الأفراد الذين يرغبون في التعامل بأدوات مالية خالية من الفوائد الربوية و تحترم مبادئ الشريعة الإسلامية.

و في ظل التحديات و الصعوبات التي يعرفها العالم عموما و الجزائر خصوصا من أجل توفير و تعبئة الموارد المالية اللازمة التي تسمح لها بتمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية خاصة مع تذبذبات اسعار المواد الطاقوية التي تعتبر المورد الرئيسي للاقتصاد الجزائري ، كان لابد من التفكير في مختلف البدائل المتوفرة و لعل من أبرزها الصكوك الإسلامية، فوجب التفكير في توفير المناخ الملائم لإدماجها في السوق الجزائري.

### اختبار الفرضيات

◀ بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على أن الصكوك الإسلامية تتشابه وبعض الأدوات المالية التقليدية من حيث الهدف إلا أنها تحتكم لأحكام الشريعة الإسلامية فقد تبين لنا صحة هذه الفرضية من خلال الدراسة، إذ تبين أن الصكوك الإسلامية تتشابه مع السندات من حيث الهدف التمويلي للمشاريع إلا أن للصكوك الإسلامية خصائص تميزها عن السندات و لعل أهمها هو خلوها من الفوائد الربوية.

◀ الفرضية الثانية التي تنص على أن الصكوك الإسلامية تساهم في تمويل مختلف القطاعات الاقتصادية فقد تأكدنا منها من خلال الدراسة، إذ أن التنوع الموجود في الصكوك الإسلامية من مرابحة، مشاركة، مضاربة، إجارة، مزارعة... الخ يسمح لها بتمويل مختلف القطاعات و هو ما لوحظ من خلال إصدارات الصكوك عبر العالم و توزعها عبر مختلف القطاعات و إن كانت بنسب مختلفة.

◀ و فيما يخص الفرضية الثالثة فقد نصت على أن إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر يتطلب توفر الإرادة لدى السلطات التشريعية، إضافة إلى توفر الكفاءات اللازمة وكذا الوعي الاسلامي لدى المتعاملين والجمهور؛ والتي تم تقسيمها إلى اربع فرضيات جزئية:

◀ الفرضية الجزئية الأولى: توجد علاقة بين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و المتطلبات الاقتصادية.

◀ الفرضية الجزئية الثانية: توجد علاقة بين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و المتطلبات الاجتماعية.

◀ الفرضية الجزئية الثالثة: توجد علاقة بين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر و المتطلبات الاقتصادية.

◀ الفرضية الجزئية الرابعة: : توجد علاقة بين إنشاء الصكوك الإسلامية في الجزائر وكل من المتطلبات

الاقتصادية، الاجتماعية والتشريعية.

فقد تم التأكيد على صحة كل الفرضيات الجزئية من خلال الاعتماد على الاستبيان الذي تم توزيعه على العينة المختارة و إجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة

### نتائج الدراسة:

- وعليه و بناء على الأهداف المرجوة من هذه الدراسة فقد توصلنا لمجموعة من النتائج نسردها كالآتي:
- ◀ صكوك الاستثمار الإسلامية هي وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (عينية كانت أم مالية) يتم إصدارها بهدف تمويل المشاريع الاستثمارية بطرق مختلفة على أن تصدر وفق عقد شرعي.
- ◀ تختلف الصكوك الإسلامية عن السندات التقليدية من حيث أن القيمة الاسمية للصكوك غير مضمونة و من ثم لا تكون ديناً على ذمة المصدر، كما أن القيمة المدفوعة على الصكوك ليست فائدة مرتبطة بالقيمة الاسمية و إنما هي ربح متعلق بالنشاط الذي استخدمت فيه أموال حملة الصكوك.
- ◀ الصكوك عبارة عن وثائق ملكية لأصل مؤلّد لعائد و مدّر للربح، في حين أن السندات التقليدية عبارة عن ديون ربوية.
- ◀ اختلاف المذاهب بين الدول الإسلامية نتج عنه اختلافات شرعية.
- ◀ إن الفوائد الربوية و المضاربات الغير مشروعة و ما تحويه من ممارسات غير أخلاقية من غرر و تدليس و صورية للعقود هي أهم الأسباب التي أدت إلى أزمة الرهن العقاري سنة 2008 و أزمات عديدة أخرى.
- ◀ يقوم الاقتصاد الإسلامي على تحريم الربا و تحريم جميع العقود و البيوع التي تحتوي ممارسات غير أخلاقية، كما يقدم لنا بدائل عن الأدوات المالية التقليدية المتوفرة في السوق مثل السندات التي يمكن أن تقوم مقامها الصكوك الإسلامية.
- ◀ يمكن للصكوك الإسلامية أن تؤدي دوراً كبيراً في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، كما أن تنوعها و مرونتها يجعل من تطبيقها ممكناً في عدة قطاعات سواء خدماتية كانت أم زراعية أو صناعية.
- ◀ طبيعة و مبادئ المجتمع الجزائري تسهل امكانية تقبله للصكوك الإسلامية مقارنة بالقرض السندي و مختلف الأدوات الأخرى القائمة على الفوائد الربوية.
- ◀ هناك حاجة لتوعية المستثمرين بدور و أهمية الصكوك الإسلامية.

- ◀ هناك حاجة لتكوين كفاءات متخصصة في الاقتصاد الاسلامي.
- ◀ هناك حاجة لتوسيع شبكة البنوك الإسلامية في الجزائر.
- ◀ نجاح الصكوك يحتاج لشركات التأمين التكافلي.
- ◀ القوانين و التشريعات الحالية في الجزائر لا تساعد على نجاح الصكوك الإسلامية.
- ◀ إدراج الصكوك الإسلامية ببورصة الجزائر سيعمل على تطويرها و نشر الثقافة البورصية في المجتمع.
- ◀ قد تسهم الصكوك الإسلامية في توطين جزء من أموال الجالية الجزائرية بالمهجر .
- ◀ التعامل بالصكوك الإسلامية بإمكانه أن يسهم في تطوير مختلف القطاعات خارج المحروقات من صناعة وزراعة و خدمات.
- ◀ المستثمر الجزائري وجد نفسه مضطرا للتعامل مع البنوك التجارية التقليدية.

### التوصيات:

- و بعد إجراء الدراسة الميدانية و تحليل الملاحظات و استخلاص النتائج ارتأينا وضع عدد من المقترحات قد تساعد على إدماج الصكوك الإسلامية في السوق المالي الجزائري بنجاح:
- ◀ وضع قوانين و تشريعات تسمح و تسهل إنشاء بنوك إسلامية لها خصوصيتها المستقلة.
- ◀ وضع التشريعات المشجعة لإنشاء شركات التأمين التكافلي مع مراعاة خصوصياتها و مبادئها الإسلامية.
- ◀ على البنك المركزي أن يعامل البنوك الإسلامية معاملة خاصة تتماشى و خصوصيتها التي تقوم على تفادي الفوائد الربوية بشكل أساسي.
- ◀ إدراج تخصص الاقتصاد الاسلامي في مختلف كليات الاقتصاد و كليات الشريعة الإسلامية.
- ◀ الاستفادة من خبرات الدول التي سبقتنا إلى هذا المجال و تعزيز التعاون معها.
- ◀ إقامة الملتقيات الدولية التي تسمح بالاستفادة من تجارب الغير و غربلتها بما يناسب المجتمع الجزائري وثقافته.
- ◀ إنشاء معهد متخصص في المالية الإسلامية يقوم على تكوين الطلبة و كذا الإطارات العاملة بالمؤسسات ذات العلاقة من بنوك اسلامية وزارات و حتى باحثين.
- ◀ إجراء حملات توعية للمستثمرين و الأفراد عبر مختلف الوسائط المرئية ، المكتوبة و المسموعة و مواقع التواصل الاجتماعي بما يسمح بنشر مفهوم الصكوك و النتائج المتوقعة منها.
- ◀ وضع تسهيلات تسمح بإدراج الصكوك القابلة للتداول بالبورصة.

◀ إنشاء لجنة أو هيئة للرقابة الشرعية، يكون دورها مراقبة جميع الصكوك، و منح الترخيص اللازم لإصدارها و تداولها في حال احترمت جميع الضوابط الشرعية، على أن يكون أعضاء هذه الهيئة من أهل العلم و المشهود لهم بالخبرة، كما يمكن في بادئ الأمر الاستعانة بأشخاص أو هيئات من خارج الوطن.

كانت هذه بعض الاقتراحات لإنجاح عملية دمج الصكوك الإسلامية في السوق الجزائري قصد مواجهة التحديات التي تواجهها و توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية العمومية منها و الخاصة، بدل الاعتماد على الأدوات الربوية كالقرض السندي التي تعرف نفورا من افراد المجتمع.

### آفاق البحث

هذا البحث ماهو إلا مساهمة استشرافية لإمكانية إصدار الصكوك في الجزائر وتحديد أهم النقاط أو المتطلبات التي وجب التركيز عليها لإنجاح العملية، فنعتقد أن النتائج المتوصل إليها تترك الباب مفتوحا للإجابة على كثير من التساؤلات، طالما أننا لا ندعي استيفائنا جميع جوانب الموضوع، إذ لا يزال بعضها يحتاج للدراسة و التحليل، مما يتيح الفرصة لمواصلة البحث في هته الجوانب، و بذلك فهي تعتبر منطلقات و آفاق لدراسات جديدة نراها جديرة بالتحليل و البحث، و يمكن أن نذكر منها التالي:

- ◀ الصكوك الحكومية و آلية استفادة الجزائر منها
  - ◀ التحديات القانونية و التنظيمية للصناعة المالية الإسلامية في الجزائر و طرق معالجتها.
  - ◀ دور الجامعة في الرقي بالصناعة المالية الإسلامية.
  - ◀ صكوك السلم و دورها في تمويل الصناعة النفطية
  - ◀ دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية.
- و كغيره من البحوث فإن هذا البحث يحتاج جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة و أن الجزائر تعتبر أرضا خصبة لإدماج و إنجاح مختلف الأدوات المالية الإسلامية إذ تم توفير المناخ المناسب لذلك.

# قائمة المراجع

## المصادر والمراجع

### المصادر

#### القرآن الكريم

- ◀ ابن القيم الجوزية مُجَّد بن ابي بكر الدمشقي, "زاد المعاد في هدي خير العباد", دار الكتب العلمية, بيروت, ج5
- ◀ مسلم بن الحجاج بن مسلم القشيري النيسابوري, تحقيق مُجَّد الفاريايبي ابو قتيبة, "صحيح مسلم", دار طيبة, مج2, الرياض-السعودية ط1, 2006
- ◀

### أولاً: المراجع العربية

#### I- الكتب

- ◀ ابن رشد، "بداية المجتهد و نهاية المقتصد"، ج2، مطبعة الاستقامة، القاهرة 1952
- ◀ ابن رجب الحنبلي، "القواعد"، مكتبة نزار مصطفى الباز، مكة المكرمة، ج1، ط2، 1999
- ◀ أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، 2003
- ◀ أحمد فراس العوران، "الازمة الاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اسلامي"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، فرع الاردن، ط1، 2012،
- ◀ أحمد مُجَّد محمود النصار، "الاستثمار بالمشاركة في البنوك الاسلامية"، دار الكتب العلمية، بيروت 2010
- ◀ أسامة نائل المحيسن، "الوجيز في الشركات التجارية و الافلاس"، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان-الاردن، ط1، 2008
- ◀ الحسيني عرفات تقي الدين، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999
- ◀ السيد عبد الحافظ البدوي، "ادارة الاسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي للنشر، القاهرة 1999
- ◀ الشرفاوي عبد الحكيم مصطفى، "العملة المالية و إمكانات التحكم \*عدوى الازمات المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية 2005
- ◀ الشعلان، فهد أحمد، "إدارة الأزمات: الأسس - المراحل - الآليات"، مطابع أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، ط2، 2002
- ◀ الصديق مُجَّد الامين الضرير، "الغرر و أثره في العقود في الفقه الاسلامي"، دار الجيل، بيروت، ط2، 1990
- ◀ الضحيان عبد الرحمن إبراهيم، "إدارة الأزمات والمفاوضات"، دار المآثر، المدينة المنورة، 2001.

- ◀ بشارت هبا جميل، "التمويل المصرفي الاسلامي للمشروعات الصغيرة و المتوسطة"، دار النفائس، عمان، ط1، 2008.
- ◀ جمال جويدان الجمل، "دراسات في الاسواق المالية النقدية"، دار الصفاء للنشر، عمان، ط1، 2002.
- ◀ جميل الزيدانين، "اساسيات الجهاز المصرفي"، دار وائل للطباعة و النشر، عمان، 1999.
- ◀ حاكم الربيعي و آخرون، "المشتقات المالية"، دار البيزوري، عمان، ط1، 2011.
- ◀ حسين بن هاني، "الاسواق المالية ( طبيعتها - تنظيمها - ادواتها المشتقة)", دار الكندي، عمان، ط1، 2002.
- ◀ حسين شحاتة، "الفائدة الربوية وقود التضخم النقدي"، دار التوزيع و النشر الاسلامية، القاهرة 1990
- ◀ حمد واثق ابو عمر، "النظرية المعاصرة لحفظة الاوراق المالية و التداول في البورصات العالمية"، دار الرضا للنشر، دمشق 2003.
- ◀ حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، "اسواق المال"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية - مصر، 2002.
- ◀ رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2005.
- ◀ رضا صاحب ابو حمد، "إدارة المصارف: مدخل تحليلي كمي معاصر"، دار الفكر للطباعة و النشر، الاردن، 2002.
- ◀ رضوان سمير عبد الحميد، "المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، ط1، 2005.
- ◀ رفيق يونس المصري، "فقه المعاملات المالية"، دار القلم، دمشق، ط1، 2005
- ◀ زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الاوراق المالية"، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان-الاردن، ط1، 2009
- ◀ زياد رمضان و مروان شموط، "الاسواق المالية"، جامعة القدس، القاهرة، 2008
- ◀ سعد بن تركي الخثلان، "المعاملات المالية المعاصرة"، دار الصمعي للنشر و التوزيع، السعودية، ط1، 2012.
- ◀ سعيد توفيق، "الاستثمار في الاوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1997.
- ◀ سعيد سامي الحلاق و عامر يوسف العتوم، "الازمة المالية العالمية بين المنظور الوضعي و الاسلامي"، المنظمة العربية للتنمية الادارية، جامعة الدول العربية، مصر، 2010.
- ◀ سوزي عدلي ناشد، "مقدمة في الاقتصاد النقدي و المصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت 2005.
- ◀ شمعون شمعون، "البورصة"، الاطلس للنشر، الجزائر، ط1، 1999.
- ◀ شوادر حمزة، "علاقة البنوك الاسلامية بالبنوك المركزية"، دار عماد الدين للنشر، عمان-الاردن، ط1، 2014.
- ◀ صالح احمد البربري، "الممارسات غير مشروعة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة، القاهرة، ط1، 2001.
- ◀ صبري حسن نوفل، "الاستثمار في الاوراق المالية: مقدمة لتحليل المالي الاساسي"، مؤسسة الاهرام، القاهرة، 1996.
- ◀ صلاح السيد جودة، "بورصة الاوراق المالية: علميا - عمليا"، مطبعة الاشعاع الفنية، الاسكندرية، ط1، 2000.

- ◀ ضياء مجيد الموسوي، "اقتصاديات النقود و البنوك"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2010 .
- ◀ ضياء مجيد الموسوي، "الاقتصاد النقدي"، دار الفكر، الجزائر 1993 .
- ◀ عادل أحمد حشيش، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، مصر ، 2004.
- ◀ عادل مُجَّد رزق، " الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية ( من منظور اداري و محاسبي)" , دار طيبة للنشر و التوزيع، الرياض 2004.
- ◀ عاطف وليم اندراوس، " اسواق الاوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1 ، 2006 .
- ◀ عبد الباسط وفاء مُجَّد حسن، "بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1996 .
- ◀ عبد الجبار السهباني، "الوجيز في التمويل و الاستثمار وضعيا و اسلاميا"، مطبعة حلاوة، اربد-الاردن ، ط1، 2012.
- ◀ عبد الستار ابو غدة، "بحوث في المعاملات و الاساليب المصرفية الاسلامية"، مجموعة دلة البركة، ج2، السعودية 2002 .
- ◀ عبد الغفار حنفي ، "بورصة الاوراق المالية: اسهم- سندات-وثائق الاستثمار- الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
- ◀ عبد الغفار حنفي ، " الاستثمار في بورصة الاوراق المالية"، الدار الجامعية ، القاهرة، 2004.
- ◀ عبد الغفار حنفي، "إدارة البنوك"، الدار الجامعية للطباعة و النشر، بيروت 1997.
- ◀ عبد الغفار حنفي، "البورصات و المؤسسات المالية"، الدار الجامعية ، مصر ، 2002.
- ◀ عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الاوراق المالية"، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2007.
- ◀ عبد الكريم الخطيب ، " السياسة المالية في الإسلام"، دار المعرفة ، بيروت، ط2، 1975.
- ◀ عبد الله سالم ، " الخصخصة و تقييم الاصول و الاسهم في البورصة"، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة-مصر، 1996.
- ◀ عبد المنعم السيد علي و نزار سعد الدين العيسى، "النقود و المصارف و الاسواق المالية"، دار حامد، عمان، ط1، 2004.
- ◀ علي خفيف، "أحكام المعاملات الشرعية"، دار الفكر العربي، القاهرة 2008 .
- ◀ علي محي الدين القره داغي، "بحوث في الاقتصاد الاسلامي"، دار البشائر الاسلامية، بيروت، ط3، 2009.
- ◀ علي محي الدين القره داغي ، "السلم و تطبيقاته المعاصرة في السلع و المنافع و الخدمات"، دار البشائر الاسلامية، لبنان ، ط1، 2010 .
- ◀ علي محي الدين القره داغي و آخرون ، "الف باء بورصة:خبرات مالية و شرعية"، الدار العربية للعلوم ، بيروت، ط1، 2006.
- ◀ عمر حسين ، "الموسوعة الاقتصادية"، دار الفكر العربي، القاهرة، ط4 1992.
- ◀ عمر مصطفى جبر اسماعيل، "سندات المقارضة و احكامها في الفقه الاسلامي"، دار النفائس ،عمان-الاردن، ط1،

. 2006

- ◀ غريب الجمال، "المصارف و بيوت التمويل الاسلامي"، دار الشروق، ط1، 1978 .
- ◀ فريد النجار، "المشتقات و الهندسة المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- ◀ فيصل محمود الشواور، "الاستثمار في بورصة الاوراق المالية: الاسس النظرية و العملية"، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2008.
- ◀ قحف، منذر، "سندات الإجارة والأعيان المؤجرة"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-السعودية 2000.
- ◀ قنطججي سامر مظهر، "ضوابط الاقتصاد الاسلامي في معالجة الأزمات المالية"، دار النهضة، دمشق، ط1، 2008.
- ◀ كمال رزيق و عبد السلام عقون، "سياسة ادارة الازمة المالية العالمية"، مكتبة المجتمع العربي، عمان، ط1، 2011
- ◀ مُجَّد احمد عبد النبي، "الاسواق المالية: الاصول العلمية و التحليل الاساسي"، زمزم للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- ◀ مُجَّد خلة توفيق، "الهندسة المالية : الاطار النظري و التطبيقي"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2011.
- ◀ مُجَّد صالح الحناوي و آخرون، "الاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، القاهرة، 2009.
- ◀ مُجَّد صالح جابر، "الاستثمار بالأسهم و السندات و تحليل الاوراق المالية"، دار الرشيد، بغداد، ط1، 1986.
- ◀ مُجَّد صبري هارون، "احكام الاسواق المالية:الاسهم و السندات"، دار النفائس، عمان-الاردن 2009 .
- ◀ مُجَّد عبده مُجَّد مصطفى، "تقييم الشركات و الاوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 1998.
- ◀ مُجَّد مبارك البصمان، "صكوك الإجارة الإسلامية"، دار النفائس، الاردن، ط1، 2010 .
- ◀ مُجَّد مطر، "ادارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 1999 .
- ◀ مُجَّد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق احكام الشريعة الاسلامية"، دار النفائس، عمان-الاردن، ط1، 2010.
- ◀ محمود حميدات، "مدخل التحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط3، 2005.
- ◀ محمود مُجَّد الداغر، "الاسواق المالية : مؤسسات -اوراق-بورصات"، دار الشروق، عمان 2005.
- ◀ مصطفى حسين سلمان و آخرون، "المعاملات المالية في الاسلام"، دار المستقبل، عمان-الاردن، 1990.
- ◀ مصطفى رشدي شيحة و زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد و البنوك و بورصات الاوراق المالية"، المطبعة الحديثة، القاهرة، ط1، 1993.
- ◀ مصطفى يوسف كافي، "بورصة الاوراق المالية"، دار مؤسسة ارسلان، دمشق 2009.
- ◀ منذر قحف، "سندات الاجارة و الاعيان المؤجرة"، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب بالبنك الاسلامي للتنمية، جدة، ط1، 1995 .
- ◀ منير إبراهيم الهندي "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، دار المعارف الإسكندرية، 1999 .

- ◀ منير ابراهيم الهندي , " ادارة الاسواق و المنشآت المالية" , مشاة المعارف , الاسكندرية , 1997.
- ◀ منير ابراهيم الهندي , "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" , منشأة المعارف , الاسكندرية-مصر , 1996 .
- ◀ منير ابراهيم هندي , "اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية" , مكتبة المعارف , القاهرة , 1999.
- ◀ مؤيد عبد الرحمان الدوري و سعيد جمعة عقل , " ادارة المشتقات المالية" , اثناء للنشر و التوزيع , عمان , ط1 , 2012.
- ◀ نادية حسن مُجد عقل , "نظرية التوزيع في الاقتصاد الاسلامي" , دار النفائس , عمان-الاردن , ط1 , 2010.
- ◀ ناظم مُجد نوري الشمري , "النقود و المصارف و النظرية النقدية" , دار زهران للطباعة , عمان-الاردن , ط1 , 2007.
- ◀ نعيم ابراهيم الظاهر , "إدارة الأزمات" , عالم الكتاب الحديث , اربد , الاردن , 2009 .
- ◀ هشام السعدي خليفة بدوي , " عقود المشتقات المالية:دراسة فقهية مقارنة" , دار الفكر الجامعي , الاسكندرية , 2001.
- ◀ هوشيار معروف , "الاستثمارات و الاسواق المالية" , دار الصفاء , عمان , ط1 , 2003.

## II- المجالات و المنتقيات

- ◀ سامي حسن محمود , "وسائل الشرعية لتداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم و الایجار و المراجعة" , ورقة عمل مقدمة الى ندوة البركة الثانية في الاقتصاد الاسلامي , تونس, 4-7 نوفمبر 1984
- ◀ "المراجعة" مجلة إضاءات , العدد3 , نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية , فيفري-مارس 2010
- ◀ احمد الصغير قراوي , "محددات و موجبات الاستثمار من منظور إسلامي" , الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية , جامعة فرحات عباس , سطيف-الجزائر , 25-28 ماي 2003
- ◀ اختر زيتي عبد العزيز , "الصكوك الاسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها" , بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19 , الامارات العربية , 26-30 افريل 2009
- ◀ "المشتقات المالية" مجلة اضاءات , العدد2 , نشرة توعوية صادرة عن معهد الدراسات المصرفية , الكويت جانفي 2009
- ◀ اوكيل نسيمه , " دور صندوق النقد الدولي في مواجهة الازمات المالية" , مجلة جديد الاقتصاد , العدد 1 , جوان 2007.
- ◀ باسل الشاعر , "التشريعات النازمة للصكوك الاسلامية في القانون الاردني" , بحث مقدم لاجتماع خبراء آليات ومتطلبات اصدار الصكوك الاسلامية , الاكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية , عمان الأردن , مارس 2013.
- ◀ بن منصور عبد الله و مرابط سليمان , " تقييم تجربة بنك البركة في اطار اصلاحات المنظومة المصرفية الجزائرية" , الندوة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية , جامعة فرحات عباس - سطيف - , 25-28 ماي 2003 .
- ◀ جبر , مُجد صدام , " المعلومات وأهميتها في إدارة الأزمات" , المجلة العربية للمعلومات , المجلد التاسع , العدد1 , تونس 1998 .
- ◀ حازم البلاوي , " دور سوق الاسهم في الاقتصاد الكويتي" , مؤتمر تطوير سوق الاسهم بالكويت , غرفة تجارة وصناعة الكويت , نوفمبر 1981.
- ◀ حسن مدني , "الاقتصاد الاسلامي" , المكتب التعاوني للدعوة و توعية الجاليات الربوة , الرياض 2008 .
- ◀ حسين حساني , "إدماج منتجات التأمين التكافلي في السوق الجزائري , أي تأثير لنظام الملاعة 02" , الملتقى الدولي الثالث للصناعات المالية الاسلامية , المدرسة العليا للتجارة , 12-13 افريل 2016 .

- ◀ حواش، جمال الدين مُجَد، "إدارة الأزمات والكوارث ضرورة حتمية"، المؤتمر السنوي الثالث لإدارة الأزمات والكوارث، البحث(38)، القاهرة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998.
- ◀ رضوان ، رضا عبد الحكيم، "إدارة الازمات في مجال العمل الامني"، مجلة الأمن والحياة، العدد 193، أكاديمية نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 1998.
- ◀ زياد الدماغ، "دور الصكوك الاسلامية في دعم قطاع الوقف الاسلامي"، بحث مقدم الى المؤتمر العالمي حول "قوانين الاوقاف و ادارتها وقائع و تطلعات"، الجامعة الاسلامية العالمية، ماليزيا 20-22 اكتوبر 2009.
- ◀ سامي بن ابراهيم السويلم، "الازمة المالية رؤية اسلامية"، الملتقى الدولي الثالث حول ادارة المخاطر في المؤسسات الآفاق و التحديات، جامعة شلف، 25-26 نوفمبر 2005
- ◀ سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الاسلامية الحكومية"، المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الاسلامية و التمويل الاسلامي بعنوان إدارة المخاطر التنظيم و الإشراف، معهد الدراسات المصرفية، عمان الأردن 06-08 أكتوبر 2012.
- ◀ سيد عثمان الحبشي " التطور التاريخي للصكوك في ماليزيا: منظور قانوني و حكومي"، بحث مقدم خلال مؤتمر الصكوك الاسلامية و ادوات التمويل الاسلامي، جامعة اليرموك -الاردن؛ 12-13 نوفمبر 2013 .
- ◀ شايرا مُجَد عمر، "الأزمة المالية العالمية، هل يمكن للتمويل الاسلامي ان يساعد في حلها"، مركز البحوث الاقتصاد الاسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة-السعودية، 2009 .
- ◀ صالح احمد البربري، "المضاربة و التلاعب بالأسعار في سوق الاوراق المالية : دراسة قانونية مقارنة"، مؤتمر اسواق الاوراق المالية و البورصات الخامس عشر، جامعة الامارات العربية المتحدة، دبي، 6-8 مارس 2007.
- ◀ طه يوسف، "تقوم تجربة السودان في الادوات المالية الاسلامية خلال الفترة 2000-2012م"، المؤتمر الدولي في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، المعهد الدولي للوقف الاسلامي، اسطنبول، 9-10 سبتمبر 2014 .
- ◀ عبد الحميد الغزالي، "سعر الفائدة أو معدل الربح كآلية لادارة النشاط الاقتصادي المعاصر"، ملتقى الفكر الاسلامي الرابع عشر، الجزائر، 30/11-02/1990، 12.
- ◀ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، " المضاربة و القمار في الاسواق المالية المعاصرة"، مجلة الملك عبد العزيز في الاقتصاد الاسلامي، م، 20، ع1، 2007.
- ◀ عبد الله بن مُجَد العمراني، "التلاعب في الاسواق المالية :دراسة فقهية"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010.
- ◀ عثمان حمد مُجَد خير، "تجربة السودان في مجال اصدار الصكوك الحكومية"، عرض مقدم في ورشة عمل الصكوك الاسلامية: تحديات، تنمية وممارسات دولية، الاردن، 6-7 شعبان 1431.
- ◀ عدنان ربابعة، "صكوك الاستصناع و دورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، مؤتمر الصكوك الاسلامية و ادوات التمويل الاسلامي، جامعة اليرموك، 12-13 اكتوبر 2013.
- ◀ علي محي الدين القره داغي، "صكوك الاجارة خصائصها و ضوابطها -دراسة فقهية اقتصادية"، الدورة 15 لمجمع الفقه الاسلامي، مسقط-سلطنة عمان 6-11/03/2004.

- ◀ فتح الرحمان علي مُجّد صالح، "دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية بيروت، جويلية 2008.
- ◀ فرج الله احلام، "صيغ تمويلية شبيهة بالمضاربة و المشاركة"، محاضرات صيغ تمويل البنوك الاسلامية، السنة الاولى ماستر، تخصص بنوك اسلامية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2014.
- ◀ فؤاد مُجّد أحمد محيسن، "الصكوك الاسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها"، بحث مقدم للدورة ال19 لمجمع الفقه الاسلامي الدولي، الامارات، 26-30 افريل 2009
- ◀ قطب مصطفى سانو، "صكوك الاجارة"، مجلة مجمع الفقه الاسلامي، الدورة ال15، العدد15، ج2، 2004
- ◀ لمياء بوعروج، "الأزمة المالية الحالية، دراسة تحليلية لآلية و أسباب الحدوث، و التداخبات على الاقتصاد العالمي و الاقتصاد العربي"، الملتقى الدولي حول أزمة النظام المالي و المصرفي الدولي و بديل البنوك الإسلامية، جامعة الامير عبد القادر، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.
- ◀ مُجّد عبد الحليم عمر، "الصكوك الاسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة و تداولها"، بحث مقدم لمجمع الفقه الاسلامي الدولي في دورته 19، الامارات العربية، 26-30 افريل 2009.
- ◀ محمود عباد، "الازمة المالية الاقتصادية و آثارها الحالية و المتوقعة على الجهاز المصرفي الاردني"، الملتقى الدولي حول لازمة المالية العالمية و كيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي و الاسلامي، جامعة جنان-لبنان، 13-14 مارس 2009
- ◀ نقاشي مُجّد ابراهيم، "عملية التصكيك و دورها في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية"، المؤتمر العالمي عن مقاصد الشريعة و سبل تحقيقها في المجتمعات المعاصرة، الجامعة الاسلامية ماليزيا 2006.
- ◀ هاني سيف، "دور الصندوق الاجتماعي في تنمية و تمويل المشروعات الصغيرة-التجربة المصرية-"، ملتقى حول اساليب التمويل الاسلامية للمشروعات الصغيرة، مركز صالح كامل للابحاث و الدراسات الاسلامية، جامعة الازهر 2004/12/14.

### III- الرسائل و الاطروحات

- ◀ أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة ام القرى، المملكة العربية السعودية 1989
- ◀ اسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الاستثمار"، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الاسلامية، بيروت 2009
- ◀ دراوسي مسعود، "السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي"، حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 2005
- ◀ رشيد بوكساني، "معوقات اسواق الاوراق المالية العربية و سبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006
- ◀ زاهرة بني عامر، "التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد-الاردن،

,2008

- ◀ سعيدة حرفوش ،"سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق" ،مذكرة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية ،جامعة المدية ،2009
- ◀ محمود علي الجبالي،"الاسواق المالية في الاسلام" ،رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة اليرموك ، الاردن ،1991
- ◀ مطلق جاسر مطلق ،"صكوك الاجارة و احكامها في الفقه الاسلامي -دراسة مقارنة بالاقتصاد الاسلامي-" ، رسالة ماجستير غير منشورة ،قسم الشريعة الاسلامية ،جامعة القاهرة ،2008

#### IV- الجرائد و التقارير

- ◀ "المزراعة و المساقاة..منتجات و خدمات اسلامية تعزز الانتاجية و توفر فرص العمل" ،جريدة الدستور الاردنية، العدد: 16093 ،عمان 2012/05/01.
- ◀ " اوضاع الامن الغذائي العربي" ،المنظمة العربية لتنمية الزراعة ،جامعة الدول العربية،2012 .
- ◀ "المعايير الشرعية"، اصدارات هيئة المحاسبة و المراجعة للهيئات المالية الاسلامية ،البحرين ، 2010 .
- ◀ تقارير société general لسنوات 2011-2016.
- ◀ تقارير بنك bnp لسنوات 2011-2015.
- ◀ تقارير بنك البركة لسنوات 2011-2013.
- ◀ تقارير بنك الجزائر لسنوات 2011-2014.
- ◀ تقارير مصرف السلام لسنوات 2011-2014.
- ◀ قرارات و توصيات مجمع الفقه الاسلامي ،منظمة المؤتمر الاسلامي،دار القلم ،دمشق،ط2 ، 1998 .
- ◀ مُجَّد لكصاسي ،"بنك الجزائر سيعيد تمويل البنوك ابتداءا من فبراير" ،جريدة الخبر ، 2016/01/06.
- ◀ القانون رقم (30) الخاص بصكوك التمويل الاسلامي " ،الجريدة الرسمية ،الاردن ، 2012

#### V- مواقع الويب

- ◀ المعهد العربي للتخطيط ، "كفاءة سوق الاوراق المالية" ، التدريب عن بعد ، الكويت ، www.arab-api.org
- ◀ "الاردن يقر تشريعات الصكوك و مصرفيون يؤكدون: بديل اسلامي ينقذ القطاع العام عبر "خصخصة مؤقتة" ،  
http://arabic.cnn.com/business/2014/07/26/jordan-sukuk-islamic-finance
- ◀ "الصكوك الاسلامية ،انواعها و مخاطرها" ، دراسات اقتصادية ، /http://www.icn.com/ar/studies/2012/02/14
- ◀ "ستاندرد آند بورز: إصدارات الصكوك الإسلامية ستشهد انخفاضا حادا في 2015" ،يومية الوطن المصرية،  
http://www.elwatannews.com/news/details/765734
- ◀ "صكوك الإجارة ما بين التشريع والواقع" ،موقع رقابة للاستشارات المالية ، www.raqaba.co.uk
- ◀ "صكوك الاستثمار الإسلامية تففز عالميا مع تعدد المنتجات التابعة لها" ،يومية الاقتصادية (النسخة الالكترونية)،

- للسعودية [http://www.aleqt.com/2007/02/11/article\\_77727.html](http://www.aleqt.com/2007/02/11/article_77727.html)
- ← اتحاد المصارف العربية، "هيكلية القطاع المصرفي الجزائري"، [www.Uabonline.org](http://www.Uabonline.org)،
- ← أشرف دوابة، "المراجعة في المصارف الاسلامية بين النظرية و التطبيق"، يومية الاقتصادية، العدد 5347،  
www.aleqt.com، الرياض 2008/06/01،
- ← الازمة المالية الآسيوية، 2014/04/15، <http://www.marefa.org/index.php/1997>،
- ← الاستبرق للعلوم الشرعية، <http://istabarak.webnode.fr/products/>، ديسمبر 2012.
- ← البيع على المكشوف، 2014/04/21،
- ← <http://www.gulfbase.com/AR/InvestmentTutorial/SubSection?id=31>،
- ← التيجاني عبد القادر احمد، "السلم بديل شرعي للتمويل المصرفي المعاصر"  
<http://fiqh.islammessage.com/newsdetails.aspx?id=2689>،
- ← المنتجات المالية الاسلامية لشركة السودان، موقع شركة السودان للخدمات المالية المحدودة، <http://www.shahama-sd.com/ar/content/lisyg-lslmy>
- ← الموقع الرسمي لبنك البركة، [www.albaraka-bank.com](http://www.albaraka-bank.com)،
- ← الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)
- ← "انواع الربا و حكم كل نوع"، مجلة البحوث الاسلامية، [www.alifta.net](http://www.alifta.net)، السعودية، 07 جوان 2012
- ← حسين حامد حسان، "صكوك الاستثمار الاسلامي"، بحث مقدم الى مجمع الفقه الاسلامي الدولي الدورة 19، من موقعه الرسمي  
<http://www.hussein-hamed.com/pagedetails.aspx?id=92>
- ← حسين شحاتة، "الضوابط الشرعية للمعاملات المالية"، سلسلة فقه رجال الاعمال، بتصرف، دار المشورة، القاهرة،  
15/05/2014، [www.darelmashora.com](http://www.darelmashora.com)
- ← خليفة الغفلي، "أساليب الاستثمار و ضوابطه في الاقتصاد الاسلامي"، رؤية يومية اماراتية، عدد 2013/07/14،  
<http://www.alroeya.com/node/37866>
- ← علاء الدين زعتري، "الصكوك، تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"،  
<http://www.alzatari.net/research/696.html>
- ← علاء الدين زعتري، "ضرورة الاقتصاد الاسلامي في حياتنا العملية"، مقالة على الأنترنت [www.ipc-Kw.com](http://www.ipc-Kw.com)
- ← عيسى عبدو، "الإعجاز الاقتصادي في القرآن - حكمة تحريم الإسلام للربا"  
[www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)، 2014/06/06
- ← فلاح شفيق، "النشاط الربوي و الازمات المالية"، [www.alnoor.se/extra](http://www.alnoor.se/extra)، لندن 2008
- ← محمد بن أحمد بن جزى الكلبي الغرناطي، "القوانين الفقهية في تلخيص مذهب المالكية"، تحقيق محمد بن سيدي محمد مولاي،  
المكتبة الوقفية، <http://ia700603.us.archive.org/5/items/waq115670/115670.pdf>،
- ← محمد علي بك، "صكوك الاجارة بين التشريع و الواقع"، 25906119، <http://www.startimes.com/?t=25906119>،
- ← من الموقع الرسمي لشركة سلامة للتأمينات، [www.salama-assurance.dz](http://www.salama-assurance.dz)،
- ← موقع اسلام ويب،
- ← <http://fatwa.islamweb.net/fatwa/index.php?page=showfatwa>

## ثانيا: المراجع الأجنبية

### Les ouvrage, Article Et Rappports

- Donald E.Fischer & Ronald J.jordan," **Security Analysis & Portfolio management**", new jersy: Prentice-Hall International;inc,1991
- Dumas Benjamin ; "**La monnaie et les banque dans l'economie**" ، Educa Vision ;ISBN 1-58432-287-x ،2005
- Lawrence GITMAN, Michel JOEHNK," **Investissement et marchés financiers**", Pearson éducation France, 9° édition 2005
- LIMA Pascal ;"**Economie bancaire et croissance économique**" ;DUNOD ;Paris 2012
- M.S. Rix,"**Stock Market economics**" ; pitman ; London 1963
- Naas abdelkrim ، "**le système bancaire Algerian (de la décolonisation a l'économie de marché**"،édition INAS،paris ،2003
- Prasanna Chandra," **Financial Management: theory and practice**"; Mc Graw-hill; New-delhi; india 2008
- R.k.sinjla;" Business studies"; prince print process; new delhi; 2006
- Robert.A.Haugen , "Modern investments Theory"; ; prentice Hall; N.J; 5ed 2001
- Daniel Szpiro , " Economie Monétaire et Financière" , Boek université, bruxelles , Belgique 2009
- Fernand bonneur , "bruges entre beffroi et canaux ", la renaissance de livre , Belgique,2000
- Girardin Eric;" Finance internationale l'etat actuel de la theorie"; edition economica, paris1992
- Norman Phelps,"Setting Up A Crisis Recovery Plan", Journal Of Business Strategy, Vol.6. No.4 , 1986
- Patrick Artus et autres· " La crise des subprimes" ; la documentation française; paris 2008
- Philippe SPIESER," Information économique et marchés financiers",Economica 2000, Paris
- Random House Dictionary Of English Language, Random House. New York ,1969
- Venet ,Baptiste ;"les critiques de la théorie de la libération financier ".université paris 3 Dauphine ,2000

### Internet

- About AIBIM ;" http://aibim.com/dev/index.php/about/who-are-we"
- http://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/investissement/44113
- [Les indices boursier ,partie3;](http://www.abcbourse.com/apprendre/1_les_indices_boursiers3.html)  
[http://www.abcbourse.com/apprendre/1\\_les\\_indices\\_boursiers3.html](http://www.abcbourse.com/apprendre/1_les_indices_boursiers3.html)
- Nout Wellink," the role of financial imbalance in the setting of monetary policy lessons from the current crisis", www.bis.org/review ;Amsterdam; june 2008
- Sukuk perceptions and forecast Study 2014 ،Thomson Reuters Zawya ،

<http://www.zawya.com/files/islamic-reports>

- [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)
- Y.Hemert ;O.V.(February 4,2008)."Understanding the subprime mortgage Crisis"  
;;[www.fdic.gov](http://www.fdic.gov)
- Yvan Mayeur et autre ;"Crise mondiale des marché financiers"; [www.ps.be/\\_iusr](http://www.ps.be/_iusr)  
;institut emile vandervelde; septembre 2008

# المدرسة العليا للتجارة

## استبيان

سيدي الفاضل

أقدم إليكم بخالص التقدير و الاحترام راجيا منكم تعاونكم للمساهمة في إنجاح هذه الدراسة والمقدمة لغاية استكمال رسالة الدكتوراه الموسومة بـ " الآثار الاقتصادية للصكوك الإسلامية و متطلبات إنشائها في الجزائر " و لهذا الغرض فقد قمنا بإعداد هذا الاستبيان , لأجل دراسة متطلبات إدراج الصكوك الإسلامية في السوق الجزائرية , سيدي الكريم رجاؤنا هو مشاركتكم الفعالة في اتمام هذا البحث على أكمل وجه , كما نعلمكم أن الاجابات المقدمة من طرفكم ستعامل بكل سرية , و هي مخصصة لغايات البحث العلمي فقط

الطالب: يوسف تيري

رقم الهاتف: XX.XX.XX.XX.XX

الجزء الأول :المعلومات الشخصية:

يرجى وضع اشارة (X) امام الإجابة المناسبة:

1-الجهة المستخدمة :

بنك تجاري تقليدي  بنك تجاري اسلامي  مستثمر خاص  وزارة المالية او بنك الجزائر  
 وزارة التعليم العالي  غير ذلك (مع ذكره) .....

2-المركز الوظيفي :

استاذ مساعد  استاذ محاضر  استاذ تعليم عالي  
 رئيس مدير عام  مدير عام  إطار بالمؤسسة  غير ذلك (مع ذكره) .....

3-الدرجة العلمية:

دكتوراه  ماجستير (ماستر)  ليسانس  غير ذلك (مع ذكره).....

4-التخصص العلمي :

علوم اقتصادية  علوم قانونية  علوم شرعية  غير ذلك (مع ذكره).....

5-سنوات الخبرة :

أقل من 5 سنوات  من 5 إلى 10 سنوات  أكثر من 10 سنوات

الجزء الثاني : فقرات الاستبيان :

في ظل الازدهار العالمي للصكوك الإسلامية و مطابقتها للشريعة الإسلامية , هل تعتقد أن التعامل بالصكوك الإسلامية ضرورة للاقتصاد الجزائري

غير موافق تماما  غير موافق  غير متأكد  موافق  موافق تماما

يرجى وضع علامة (X) في الخانة التي ترون أنها موافقة لرأيكم

1- المتطلبات الاقتصادية

المتطلبات الاقتصادية	غير موافق تماما	غير موافق	غير متأكد	موافق	موافق تماما
1 تؤدي الصكوك الإسلامية دورا كبيرا في تعبئة المدخرات الغير مستغلة					
2 ستقبل بتحويل مدخراتك المالية إلى صكوك إسلامية					
3 توفر الصكوك الإسلامية الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات الجزائرية بما يغنيها عن الاستدانة من البنوك					
4 التعامل بالصكوك ا إصدارا و تداولا يشجع المؤسسات على التسجيل بالبورصة					
5 تسهيل إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيعمل على تطوير بورصة الجزائر					
6 يشجع التعامل بالصكوك الإسلامية على جذب اموال المهاجرين و تحويلها نحو الجزائر					
7 يشجع التعامل بالصكوك على جذب الشركات الأجنبية للاستثمار في الجزائر					
8 تساهم شركات التأمين الاسلامي (التكافلي) في نجاح الصكوك الإسلامية					
9 نجاح الصكوك الإسلامية مرتبط بتوسيع شبكة البنوك الإسلامية					
10 للبنوك الإسلامية الاستعداد للعب دور الوسيط عند إصدار الصكوك الإسلامية					
11 ترغب البنوك الإسلامية في إصدار صكوك لحسابها الخاص					
12 التعامل بالصكوك الإسلامية يشجع البنوك لأجل تداولها لحساب زبائنها					
13 التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الزراعي في الجزائر					
14 التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الصناعي في الجزائر					
15 التعامل بالصكوك الإسلامية سيسهم في تطوير القطاع الخدماتي في الجزائر					
16 هناك رغبة لدى المؤسسات الجزائرية للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية					
17 التعامل بالصكوك السلامية يغني الدولة عن اللجوء للاستدانة الخارجية					

## 2- المتطلبات الاجتماعية

موافق تماما	موافق	غير متأكد	غير موافق	غير موافق تماما	المتطلبات الاجتماعية
					1 قد كان مفهوم الصكوك الإسلامية و الأدوات الإسلامية واضحين لديكم
					2 يعتبر مفهوم الصكوك الإسلامية غير واضح لمعظم المستثمرين
					3 الهدف من تداول الصكوك الإسلامية هو تجنب التعامل بالربا
					4 تهدف الصكوك الإسلامية إلى تمويل الاقتصاد بطريقة شرعية
					5 إدراج الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الجزائري سيقى قبولا من مختلف فئات المجتمع
					6 هناك حاجة لتكوين كفاءات في الاقتصاد الاسلامي و الصكوك الإسلامية
					7 على السلطات الجزائرية توسيع تخصص الاقتصاد الاسلامي عبر مختلف الجامعات
					8 الإطارات العاملة حاليا بالبنوك الإسلامية بحاجة إلى دورات تدريبية لفهم الصكوك الإسلامية و آليات التعامل بها و بأحكامها
					9 للبنوك الإسلامية القدرة على اقناع مختلف الفئات (عائلات ,مستثمرين ,حكومة...) لأجل التعامل بالصكوك الإسلامية
					10 المستثمر الجزائري مضطر للتعامل مع البنوك التقليدية في غياب البدائل الإسلامية
					11 إدراج الصكوك الإسلامية في البورصة سيشجع و يرسخ ثقافة التعامل في سوق الاوراق المالية لدى الجمهور و المؤسسات

### 3- المتطلبات التشريعية

موافق تماما	موافق	غير متأكد	غير موافق	غير موافق تماما	المتطلبات التشريعية
					1 القوانين الحالية تعيق إدراج الصكوك الإسلامية في السوق المالي
					2 على البنك المركزي أن يراعي خصوصية البنوك الإسلامية عند رقابته لها حتى يشجعه على لعب دور الوسيط في عمليات إصدار و تداول الصكوك الإسلامية
					3 التعامل بالصكوك الإسلامية مرتبط اساسا بالسلطة التشريعية في البلاد
					4 السلطات التشريعية في البلاد بإمكانها اخذ قرارات تساهم في عملية التعامل بالصكوك الإسلامية
					5 على السلطات التفكير في وضع قوانين و تشريعات تدعم إدراج الصكوك
					6 على السلطات وضع قوانين تدعم من خلالها الصكوك بما يتوافق و الشريعة الإسلامية
					7 على السلطات وضع خطط و سياسات لإنجاح و تشجيع التعامل بالصكوك الإسلامية