جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي
التجربة الماليزية ومحاواة الإستفادة منها في الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إعـــداد الطالـــبتان:

يونسي فاطمة الزهراء

فروخ سمية

إشـــراف الأستاذة الدكتورة:

سعيدي فاطمة الزهراء

أمام لجنة المناقشة

د. سعيدي فاطمة الزهراء	.....مقررا ومشرفا
د. حميدي كلثوم	.....رئيسا
د. ولد شرشالي سمية	.....عضوا ممتحنا

السنة الجامعية 2016-2017

اهداء

إلى سندي الدائم في هذه الدنيا مهما كبرت، وكانا لي ولا يزالا حافزي ومثلي الأعلى، والدّي الكريمين أطال الله في عمرهما.

إلى أشقائي الذين كانوا شموعا من حولي وسندا لي.

إلى العائلة الكريمة والأصدقاء.

إلى كل من ساعدني ولو بابتسامة أو كلمة طيبة.

إلى كل من امتدت يده إلى السماء داعيا لي بالنجاح.

فاطمة الزهراء يونسي

اهداء

إلى سندي الدائم في هذه الدنيا مهما كبرت، وكانا لي ولا يزالا حافزي ومثلي الأعلى، والدّي الكريمين أطال الله في عمرهما.

إلى أشقائي الذين كانوا شموعا من حولي وسندا لي.

إلى العائلة الكريمة والأصدقاء.

إلى كل من ساعدني ولو بابتسامة أو كلمة طيبة.

إلى كل من امتدت يده إلى السماء داعيا لي بالنجاح.

سمية فروخ

الخاتمة:

تكتسي الأسواق المالية أهمية بالغة في تمويل الاقتصاد، حيث تمثل الأوعية التي يتم من خلالها انسياب التدفقات المالية في المجتمع، عن طريق جمع مدخرات وحدات الفائض وتوجيهها نحو وحدات العجز، ولكن رغم ذلك نجد أن للأزمات المالية ارتباطا وثيقا بمبادئ وأسس النظام الرأسمالي.ومنه كانت الفرصة سانحة للدول الإسلامية لتفعيل مبادئ البورصة الإسلامية التي تمكنها تأدية دورها التنموي للاقتصاد، والتي تقوم بدور مهم في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية.

ونظرا لأهمية البورصة الإسلامية وكثرة وظائفها ومزاياها المتعددة، فقد أصبح موضوع إنشائها وتطويرها ضرورة ملحة وذلك وفقا وأحكام الشرعية في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وأدواتها المتداولة فيها، فهي تحظى بأهمية كبيرة خاصة في السنوات الأخيرة، حيث أن أول خطوة لإنشاء بورصة إسلامية تكمن في ضرورة وجود أدوات مالية إسلامية تخضع لشروط وأحكام معينة، والمتمثلة في أدوات الملكية والمشاركة والمساهمة في رؤوس أموال المشروعات، ومن أهمّها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية، التي تؤدي دور كبير ومهم جدا في تنشيط وتفعيل البورصة الإسلامية.

النتائج:

بعد استعراض عناصر البحث تمكنّا من الوصول إلى النتائج التالية:

- البورصة الإسلامية هي الآلية التي يتم من عبرها تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي من خلال إصدار وتداول أوراق مالية تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية.

-إن إنشاء السوق المالية الإسلامية متوقف على تتوفر مجموعة من المبادئ الأساسية في جميع تعاملاتها والمتمثلة أساسا في الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية، تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي والمساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية، والإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق ومتساوي.

-حتى نستطيع إنشاء سوق مالية إسلامية كفؤة لابد من توفر مجموعة من المقومات والمتطلبات المتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، الوعي الادخاري والاستثماري، كثرة عدد شركات المساهمة الراغبة في الإدراج في البورصة الإسلامية، القائمون على السوق،توفر المتخصصين، توفر شركات وساطة إسلامية مع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل.

- يتولى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها العديد من الأجهزة، تأتي في مقدمتها الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية التي تتولى انتخاب مجلس إدارة ومراقبة السوق أو ما يعرف بلجنة السوق المالية الإسلامية، التي تكون في قمة الهرم الإداري وتضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، كما تقوم فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية لمساعدتها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل وبالإضافة إلى هذه اللجان، فإن السوق المالية الإسلامية تضم أيضاً مكاتب وأجهزة أخرى وذلك لغرض تسهيل وتطوير وحماية التعامل.

- إن العمليات التي في السوق المالية الإسلامية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المعتمدين من قبل لجنة السوق، وتتوافر فيهم كافة الشروط ويلتزمون بكل القواعد والقوانين والإجراءات التي وضعتها إدارة السوق.

– يقصد بقيد الأوراق المالية الإسلامية إدراجها في جداول خاصة للسوق ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلبها القوانين واللوائح التنفيذية والقرارات التي تصدرها الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي وإدارة.

– تتحدد أسعار الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية وفق تقنيات معينة وطرق محددة تهدف في مجملها إلى تحقيق تلاقي أوامر الشراء وأوامر البيع في وقت معين، بطريقة تعكس مختلف القيم التي تلتقي عندها طلبات الشراء وعروض البيع.

– تتنوع الأسهم التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية إلى أنواع عديدة ويجوز إصدار الأسهم إذا كان الغرض الذي من أجله أُنشأت الشركة مباحاً ونشاطها مشروعاً .

– يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، ويترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، كما تؤدي الصكوك الإسلامية دور مهم وكبير في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث أن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها إلى تدعيم دور السوق.

– نظرا لعدم صحة عقود المشتقات المالية التقليدية من الناحية الشرعية وذلك لما يشوبها من مخالفات ومحاذير شرعية كثيرة، فإن الأمر يستدعي تطهيرها من كافة المخالفات الشرعية التي تشوبها للاستفادة منها في التحوط من تقلبات الأسعار، من خلال دراسة عقود المشتقات التقليدية ومحاولة وضع البدائل الشرعية لتلك العقود.

–لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، والذي يعد جزءا مهما من النظام الماليزي.

–تسعى الجزائر لإقامة سوق مالية إسلامية وذلك من خلال القيام باتفاقية مع بورصة المملكة العربية السعودية على تطوير منتجات مالية بديلة بما في ذلك الصكوك الإسلامية.

-هناك العديد من الصعوبات والعراقيل التي تعيق تطور ونمو السوق المالي الإسلامي في الجزائري، من أهمها: عدم شيوع الأدوات الاستثمارية الإسلامية مقارنة بالأدوات الاستثمارية المرتبطة بالفائدة، محدودية الفرص الاستثمارية بسبب عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار،ضعف القوانين والتشريعات المنظمة للتعامل في السوق المالي في بورصة الجزائر.

التوصيات:

بغية دراسة مقومات إنشاء بورصة مالية إسلامية تتوافق مع الأحكام الشرعية، وسبل الاستفادة من التجربة الماليزية لإقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها نعرض فيما يلي بعض التوصيات:

-يجب توفير معلومات تتصف بالأمانة والدقة التي تعكس الصورة الحقيقية للمؤسسة في توصيل المعلومات

-دعم إنشاء المؤسسات والهيئات المالية الإسلامية، لإقامة سوق رأس المال الإسلامي.

-خلق بيئة استثمارية ملائمة لتطوير المنتجات المالية الإسلامية وتسويقها.

-ضرورة إقامة سوق مالية إسلامية في الجزائر تخضع لشروط وأحكام الشريعة الإسلامية من حيث المعاملات والأدوات، واتخاذ كافة الإجراءات اللازمة لضمان خلو هذه المعاملات من كافة الأساليب والممارسات اللاخلاقية السائدة في البورصة التقليدية من خلال تقوية الأنظمة الرقابية فيها.

- الإسراع في تطوير البورصة الإسلامية ضرورة لتوفير البديل الإسلامي للمعاملات المالية الربوية السائدة في مجتمعاتنا الإسلامية.

-يجب تقديم بدائل شرعية سواء كانت متعلقة بآليات التعامل أو الأوراق المالية المتداولة، وذلك من خلال دراسة المعاملات المالية المعاصرة.

-استحداث أدوات مالية جديدة لجذب المستثمرين للتعامل في البورصة الإسلامية بدلا من التعامل في البورصات التقليدية الربوية.

-العمل على التوسع في إقامة أسواق الأوراق المالية الإسلامية في الجزائر مع تيسير وتبسيط إجراءات التعامل وتنفيذ خطة إعلامية واسعة، والعمل على تنمية الوعي الادخاري بين المسلمين، وذلك حتى يكتسب

نشاط السوق المالية بعدا شعبيا يكسب السوق عمقا استثماريا وتنمويا بديلا عن التعاملات غير الأخلاقية للمضاربين.

– القيام بالمزيد من الدراسات المهيّئة لإنشاء السوق المالية الإسلامية في الجزائر، وذلك بناءا على لوضع الاقتصادي والاجتماعي لها.

أفاق البحث.

لقد تبين لنا من خلال الخوض في مسائل هذا البحث بأن له جوانب مكملة لا زالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل، وختاما لهذا الموضوع يمكن أن نتقدم بها كمقترحات أبحاث وهي:

– أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على أداء السوق المالية الإسلامية؛

– أثر تداول الأدوات المالية الإسلامية المشتقة على أداء الأسواق المالية التقليدية؛

– أثر تطبيق مبادئ الحوكمة على المكونات التنظيمية للسوق المالية الإسلامية كآلية للرفع من كفاءة أدائها.

الفصل الأول:

الإطار العام للبورصة الإسلامية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الإسلامية فرصة هامة لكل المستثمرين المسلمين، فهي تمكن أصحاب الأموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا والحرام. وتعد البورصة محطة هامة لإعادة ضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة، أي أن السوق المالي الإسلامي يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية.

وبما أن السوق المالية المنتظمة تزيد من ثقة الأفراد والمؤسسات في سلامة الوضع الاقتصادي، مما يزيد من جذب المدخرات واستقطاب الاستثمارات الأجنبية، وبالتالي زيادة معدلات الأداء والنمو الاقتصادي، مما يزيد من تقدم البلد ورفاهية مواطنيه.

وهذا ما سوف نعرضه من خلال التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية البورصة الإسلامية.

المبحث الثاني: مبادئ البورصة الإسلامية ومقومات إنشائها.

المبحث الثالث: وظائف البورصة الإسلامية.

المبحث الأول:

ماهية البورصة الإسلامية

تعد الأسواق المالية من أبرز أجهزة الوساطة المالية باعتبارها توفر للمستثمر الضمان، السيولة والربحية، مما جعلها تحوز على اهتمام الباحثين والاقتصاديين في الاقتصاد الإسلامي، و من خلال الدراسة التي قام بها الباحثين تبين بأن السوق المالية الإسلامية لا تختلف عن مفهومها بالسوق المالية التقليدية من حيث الجوهر و طبيعة العمل بل لأنها تتميز عنها بانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية وخلوها من كافة المخالفات والمحاذير الشرعية.

وسنتناول في هذا المبحث ثلاث مطالب: حيث تطرقنا لنشأة البورصة الإسلامية في المطلب الأول، ومفهوم البورصة الإسلامية في المطلب الثاني، وفي المطلب الأخير خصصنا بالذكر أهم الخصائص التي تميز البورصة الإسلامية.

المطلب الأول: نشأة البورصة الإسلامية

ظهرت فكرة إنشاء سوق مالية الإسلامية منذ ما يقارب العقدين من الزمن على يد الدكتور"سامي حسن حمود"، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة، 1984حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والإيجار والمرابحة لمعلومية الربح فيها، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحرين الإسلامي متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا، ولقد تجسدت الفكرة في البحرين لتكون الأولى في هذا المجال بعد صدور القانون 17 لسنة 1987 والتي ترحت أول إصدار لها سنة 1988، ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق رأس مال إسلامية لتكوين بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها من خلال إصدار البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات[1].

وأعيد التركيز عليه في القاهرة سنة 1988 بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتسهيل عملية انتقال واستثمار الأموال المشروعة في البلاد الإسلامية.

[1]-محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، لبنان، ط1، 2011، ص 122.

وقد كانت نتيجة هذه النداءات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية، حيث قامت العديد من المؤسسات المالية الإسلامية بإصدار أوراق مالية إسلامية وطرحها للتداول.

وكذلك تأسيس السوق المالية الإسلامية العالمية في البحرين سنة 2002 وسوق ماليزيا التي تسعى أن تكون لاعبا فعالا في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامي[1].

المطلب الثاني:مفهوم البورصة الإسلامية

يأتي تعريف البورصة الإسلامية من التعريف الاصطلاحي الوضعي للبورصة ولكن يختلف عنه في بعض العناصر كون البورصة الإسلامية تخضع لإطار شرعي إسلامي.

وللوصول إلى مفهوم البورصة الإسلامية سنتطرق أولا لتعريف البورصة في الاقتصاد الوضعي، ومن ثم سنتناول المفهوم البورصة الإسلامية.

1-مفهوم البورصة في الاقتصاد الوضعي:

أصل كلمة البورصة هي كلمة أجنبية تعني "كيس نقود" أو هي اسم الرجل الذي كان يعقد في مجلسه صفقات النقود، وقيل: سمي كذلك لأنهم كانوا يفيدون إلى مدينة" نيرج " في بلجيكا في قصر تاجر يدعى "فان دي بورصة "، ومن ثم أطلق اسمه على أي مكان أو اجتماع تجري فيه العمليات التجارية[2].

-تعرف البورصة على بأنها:"يطلق عليها السوق المنظمة، وسوق المزاد، والسوق الرسمية. وهي المكان الذي تتبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا أنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضا"[3].

[1]-حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2011/2010، ص 127.

[2]-محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط1، 2011، ص10.

[3]-مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، ط1، 2010، ص8.

كما عرفت على أنها:" عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"[1].

كما تعرف على أنها: "أماكن الخاصة التي تخص النشاطات التجارية الخاصة بالصرف والنقد، الأسهم والسندات والأوراق التجارية وشهادات الودائع، ونحوها بالإضافة إلى عقود السلع بين المنتجين والتجار"[2].

وتعرف أيضا بأنها: "تلك الأسواق التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد من أمثلتها بورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم "[3].

من خلال المفاهيم السابقة يمكن الوصول إلى تعريف شامل للبورصة العادية حيث نستخلص بأنها: مكان يلتقي فيه عرض بطلب في زمان معين وفق مواصفات محددة قانونيا: ويكون هذا التبادل سلعة هي أسهم وسندات وتعرف بسوق المال الطويل الآجل وهي أقرب ما تكون بالسوق الكاملة إذ نجد فيها سعر واحد، صفة واحدة للسهم، أو السند مع وجود عدد كبير من البائعين أو المشترين، وسهولة الاتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة وهي الأسهم والسندات مع سهولة نقلها، حيث يتساوى فيها قوى العرض بالطلب ويتوفر فيها المنافسة الكاملة.

2- مفهوم البورصة الإسلامية:

بعد تعرفنا على مفهوم البورصة في الاقتصاد الوضعي سنتطرق لمفهومها في الاقتصاد الإسلامي، حيث نجد أن البورصة الإسلامية تختلف عن البورصة العادية، كون الأولى تنشأ على أسس وأحكام شرعية ويحكمها القانون، وقد وردت عدة تعاريف للبورصة الإسلامية نذكرها كما يلي:

[1]-أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط1، 2006، ص، 16.

[2]-حسني عبد السميع إبراهيم، أحكام البورصة والتوريق والتورق، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، ط1، 2012، ص، 170.

[3]-منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، ط1، 1999، ص، 95.

عرفها الدكتور محي الدين احمد على أنها"سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي معا أو شراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة "[1].

عرفت هيئة الأوراق الماليزية البورصة الإسلامية بأنها: "سوق تتوافر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة كالتعامل بالربا والمقامرة وبيوع الغرر وغيرها، إذن هي سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة ولتجميع الموارد المالية الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية"[2].

يقصد بالبورصة:"(السوق المنظمة) أنها تخضع لقوانين ولوائح تنظم إدارتها وتحكم عملياتها ويقصد بالتعامل الشرعي أن يجري تداول على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا وبصيغ مشروعة، وأن تنفيذ كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات"[3].

تعرف البورصة الإسلامية على أنها:"سوق مالية متطورة تشمل الأدوات والأوراق المالية من أسهم وصكوك إسلامية، كما تشمل التعامل في النشاطات المالية الأخرى، حسب البدائل الشرعية التي أرساها الإجهاد المعاصر"[4].

يرى كمال حطاب: "أن السوق المالية الإسلامية (البورصة) تعتبر فرصة مهمة جدا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، من خلال تنويع محفظته المالية، واختصار

[1]-أحمد محي الدين احمد، أسواق المال وأثارها الإحصائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، جدة، السعودية، الكتاب الثاني، 1995، ص 24.

[2]-سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، البورصة الإسلامية مقومات الإنشاء وآليات التطوير،مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01، ص 3.

[3]-مفتاح صالح، قط سليم، المشتقات المالية الإسلامي, كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، جامعة بسكرة، 2016، ورقة بحثية، ص 3.

[4]-محمد الأمين ولد عالي، مرجع سابق، ص 123.

الأدوات الأكثر ناجعة ومشروعية كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي[1].

-من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف البورصة الإسلامية بأنها ذلك الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربوي لمشاريعها، فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها.

المطلب الثالث: خصائص البورصة الإسلامية

تتسم البورصة الإسلامية بجملة من الخصائص تميزها عن البورصات الأخرى، سنتطرق إليها كما يلي:

1-خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية:

تعد هذه الخاصية من أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية الإسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، والقمار...الخ.

بالإضافة إلى ذلك أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية إلى حد كبير، وذلك بسبب المنبع الشرعي للكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة.

2-خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الإسلامية:

تتميز المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية عن غيرها من المصارف والمؤسسات بمزايا عديدة ومتنوعة، ولعل أبرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد أحد أركان المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية الإسلامية، وهي إحدى الفوارق بين البورصة الإسلامية والبورصة التقليدية[2].

---

[1]-كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر العالمي الثالث الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 02.

[2]-شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، 2014/2013، ص 28.

وتعرف هيئة الرقابة الشرعية بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فواتيها ملزمة لتلك المؤسسات".

3-التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية:

تتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في السوق، ومن أهم هذه الأدوات: الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

وتعرف الأدوات المالية على أنها: "صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا، وتمثل حصة شائعة في رأسمال مشروع معين أو مشروعات متعددة، تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة، وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول والاسترداد"[1].

4-أدوات الملكية

أن أدوات الملكية تشكل السمة البارزة للأدوات المالية المتداولة فيها[2].

5-أنها سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية

بدرجة كبيرة جراء حضر الشريعة لكثير من المعاملات التي تعتبر محلا لعملية المضاربة.

6-أنها سوق لا تتحكم فيها الاحتكارات

الرشاوى ولا المعلومات المضللة في تحديد أسعار الأوراق المالية فيها[3].

[1]-شافية كتاف، مرجع سابق، ص 30.

[2]-ماجن محمد محفوظ، سبل تطور أسواق المال الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم 2016/12/01، ص 6.

[3]-بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008/2007، ص 76.

7- تحترم المنافسة الحرة

حيث تحترم المنافسة الحرة واقتصاد السوق ولكن وفق قيود.

8- تهتم بالرقابة على الأسواق (بما يسمى بنظام الحسبة).

9-غاية البورصة إيجاد سوق مستمرة ودائمة

يتلاقى فيها العرض والطلب والمتعاملون بيعا وشراء مما يمنع استغلال المختلفين والمسترسلين الذين يحتاجون إلى بيع أو الشراء ولا يعرفون حقيقة الأسعار[1].

10-مشروعية المقاصد ومشروعية المآلات

أي أن تجري عمليات السوق بما يحقق المصالح للفرد والمجتمع وبدرجة عالية من الكفاءة[2].

11-توافر المعلومات والبيانات

أي أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقته وبدقة تامة.

12-انخفاض كلفة التعاملات:

كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية[3].

[1]-محمد أحمد حلمي الطوابي، مرجع سابق، ص 21.

[2]-سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، مرجع سابق، ص 3.

[3]-نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، فلسطين، ص 35.

المبحث الثاني:

مبادئ البورصة الإسلامية ومقومات إنشائها

ازداد اهتمام الباحثين الاقتصاديين بالأسواق المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة خاصة من حيث إنشاء البورصة ومبادئها والضوابط التي تتقيد بها، وعليه سيتم التطرق في هذا المبحث إلى 3مطالب كالتالي: المطلب الأول خصصنا له أهم المبادئ التي تبنى عليها البورصة من المنظور الإسلامي، في حين تطرقنا لمقومات إنشائها في المطلب الثاني، وكمطلب أخير وقفنا على أهم الضوابط التي تتقيد أي بورصة إسلامية في تعاملاتها.

المطلب الأول: مبادئ البورصة الإسلامية

تقوم البورصة الإسلامية على مبادئ عديدة نذكرها كما يلي:

1-الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية

بشكل عام تدخل الإسلام بتحريم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والعين والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة والشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، و لم يتدخل الإسلام أو الشريعة الإسلامية بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة[1].

2-الاستثمار الحقيقي وليس وهمي

في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين السوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الربح وإنما بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في الأسواق، أما السوق الإسلامية فلا يوجد مثل هذه المضاربات نظرا لأن العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي[2].

---

[1]-محي الدين محمود عمر، أثر استخدام معايير المحاسبة والمراجعة من منظور إسلامي في الحد من الأزمات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الجزائر 2014/2013، ص ص 24-25.

[2]-أحمد محمد نصار، الأسواق المالية الإسلامية مبادئها وأدواتها، على الموقع الإلكتروني، تاريخ الإطلاع: 2017/03/15.:

3-المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية

إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، و هذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهذا مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي.

حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية، وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية[1].

4-الإفصاح عن المعلومات بشكل دقيق ومتساوي

حيث أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في البورصة فحرم إعطاء المعلومات غير صحيحة للمشتري، يقول الرسول صلى الله عليه وسلم "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهما".فيجب إعطاء معلومات صادقة عن السلعة محل التقاعد، وبالتالي فإن تأسيس سوق مالي إسلامي يتسم بإفصاح والشفافية هو أمر في غاية الأهمية[2].

يقصد به توفير المعلومات الكامنة للمشترين والبائعين عن مختلف الجوانب المعاملة التي هم بصدد القيام بها، ولاسيما إذا كانت تلك المعلومات المؤثرة في سعر السلعة، ولقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري.

5-المنافسة الحرة والعادلة

يقصد بالمنافسة الحرة والعادلة في السوق المالي الإسلامي أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بمبدأ الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية.

---

www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc

[1]-أحمد شمس الدين بوعرار، عمر محمود محي الدين، الإفصاح المحاسبي من منظور إسلامي كآلية لتطوير أسواق المال الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01، ص 6.

[2]-سلطان مونية، مفتاح صالح، الأدوات المستخدمة في السوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث عشر جوان 2013، ص 272.

6-تحديد الأسعار

يتم بناء على آلية العرض والطلب، ومن المعلوم أن السوق التي تسودها المنافسة فإن أسعارها تتحدد آليا وفق آلية العرض والطلب[1].

7-الخلو من التحكم في الأسعار والاحتكار

يرى الإسلام السوق الحر حيث تتحدد الأسعار بفعل قوتي العرض والطلب وبالتالي يرى أن لا ضرورة للتدخل في وضع الأسعار حتى من قبل المنظمين للسوق، إلا أن بعض العلماء كابن تيمية أجاز مشروعية التحكم في الأسعار من قبل المنظرين، وهذا الجواز خاضع لظروف تثبيت السعر من أجل التغلب على حالة غير اعتيادية ناتجة عن عدم توفر شروط المنافسة الحرة.

أيضا يستوجب أن يكون العرض والطلب حقيقي في السوق الحر، وبالتالي فإن الإسلام يرفض محاولة التأثير في أسعار السوق ويعتبر أي محاولة لرفع الأسعار من خلال اصطناع طلب وهمي غير أخلاقية وهي تدخل في دائرة الحرام، وقد حرم الشارع الاحتكار ونهى عنه لما فيه من جشع وسوء خلق والتضييق على الناس، فعن ابن عمر رضي الله عنه قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم (الجَالِب مرزوق، والمحتكر ملعون)[2].

المطلب الثاني: مقومات إنشاء البورصة الإسلامية

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتمادا على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها، ومؤسساتها، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالي إسلامي.

وبالتالي إنشاء بورصة إسلامية فعالة يستوجب توفر العديد من العوامل والمتطلبات التي تشكل الركيزة والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، نذكر منها ما يلي:

1-البنوك الإسلامية:

[1]-سلطان مونية، مفتاح صالح، مرجع سابق، ص 272.

[2]-بوزيد عصام، مرجع سابق، ص 70.

البنوك الإسلامية هي مؤسسات مصرفية هدفها تجميع الأموال والمدخرات من كل من لا يرغب في التعامل بالربا (الفائدة) ثم العمل على توظيفها في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة، وكذلك توفير الخدمات المصرفية المتنوعة للعملاء لما يتفق مع الشريعة الإسلامية ويحقق دعم أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمع. كما أن كثرة البنوك الإسلامية وتعدادها من بين مقومات إنشاء البورصة الإسلامية، كونها تدخل لهذا السوق كمستثمر ووسيط وكمؤسسة مدرجة تبحث عن تمويل[1].

2-كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية الإسلامية

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة بورصة إسلامية هو وجود شركات مساهمة عديدة بالإضافة إلى وجود أدوات مالية ذات خصائص مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر ومشروعية التعامل، تغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

3-الوعي الادخاري والاستثماري

من مقومات البورصة الإسلامية أيضا وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الجمهور، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلية وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي[2].

4-توفير مناخ استثماري ملائم

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموع الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية في البيئة الاستثمارية، التي تؤثر على ثقة المستثمر وبجدوى توجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وتعمل الدول جاهدة في توفير الظروف الملائمة في ظل سعيها لجلب رؤوس الأموال، ويأتي المناخ الاستثماري من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالها سيكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق[3].

---

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، مرجع سابق، ص 6.

[2]-المرجع نفسه، ص ص 7- 8.

[3]-محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات العمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2012، ص 67.

5- توفر المتخصصين

من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي ، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية[1].

6-أدوات القياس

تختلف هنا الموازين والمقصود بها هو المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة لمعرفة القيمة الوراثية للأدوات المالية، فإننا سنتوجه إلى آلية السوق التي تحدد لنا سعرها انطلاقا من قانون العرض والطلب.

7-البائعون والمبتاعون

نضف لهم هنا الوسطاء وه م حلقة الوصل البائعون والمبتاعون ويجب على هؤلاء الالتزام بالقيم الإسلامية: الأخلاقية، السلوكية في كل الأمور[2].

8-القائمون على السوق

لكي يكون هناك رقابة في السوق من الناحية التنظيمية والشرعية لابد من إنشاء هيئات تقوم بالمهمة، فتعطى بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية ولها مهام رقابية من الناحية التنظيمية والشرعية[3].

9-وجود إطار تنظيمي

أن يكون هنا إطار تنظيمي موات وبنية داعمة كان عاملا أساسيا في تطور التمويل الإسلامي. ويشيع هذا العامل في كثير من البلدان التي أجرت تعديلات قانونية وتنظيمية لمراعاة أنشطة التمويل الإسلامي[4].

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:

---

[1]-سماي علي وآخرون، الصكوك الإسلامية في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01، ص 5.

[2]-سلطان مونية، مفتاح صالح، مرجع سابق، ص، 273.

[3]-مرجع نفسه، ص 272.

[4]-بن قيدة مروان، معوشي عماد، الفرص الواعدة لتوسع سوق رأس المال الإسلامي واقع وآفاق، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم 2016/12/01، ص 7 .

-إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

-إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

-وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر(الثواب والعقاب) ، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.

-وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.

-التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية " مصارف إسلامية- شركات استثمار إسلامية- صناديق استثمار إسلامية- شركات سمسرة إسلامية..."وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية، وذلك قصد دعم المعاملات في أسواق الأوراق المالية الإسلامية[1].

10-توفر هيكل مؤسسي فعال ومتكامل

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية لسوق رأس المال، تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق، من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق المالية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق.

11-نظام فعال للاتصالات

يوفر نظام الاتصالات وفق آخر التكنولوجيات في هذا الميدان السهولة والمرونة والسرعة لجميع الأطراف العاملة في السوق المالية، مما يزيد في حجم التعاملات اليومية وإتاحة الفرص ويضفي الحيوية والنشاط على تداولها للأطراف الوسيطة في السوق لما توفره شبكة الاتصالات من هاتف وفاكس وانترنت[2].

كما يعد الإفصاح المالي والمحاسبي وإشهار المعلومات بمثابة الروح لأي سوق مالية، لذا يتوجب الإفصاح عن المعلومة وفق معايير وقواعد واضحة في سوق الأوراق المالية، وإصدار البيانات الصحيحة المالية

[1]-جمال العمارة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدم للمتلقي الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر يومي 21،22 نوفمبر 2006 ص 8.

[2]-محمد غزال، مرجع سابق، ص 68.

وغير المالية المتعلقة بالشركات، التي يتم تدول أدواتها المالية، من طرف وسائل الإعلام والاتصال العامة منها أو الخاصة المالية، ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهما الاستثمارية[1].

المطلب الثالث: الضوابط الشرعية البورصة الإسلامية

يختص هذا المطلب بتناول مفهوم وأهمية الضوابط الشرعية التي تحكم مختلف المعاملات في أسواق الأوراق المالية بصفة عامة والبورصة بصفة خاصة، ثم التعرف على أهم هذه الضوابط.

1-مفهوم الضوابط الشرعية وأهميتها

يقصد بالضوابط الشرعية لمعاملات أسواق الأوراق المالية: "الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية والتي تحكم المعاملات المالية في هذه الأسواق وغيرها من الأسواق ، والمقصود هنا بمصادر الشريعة الإسلامية: القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة ورأي جمهور الفقهاء.

وهذه الضوابط من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الانحراف، فهي تضبط هذه المعاملات وتحفظها من الانحراف كما أنها تصلحها من الخلل الذي قد يلحق بها.

تتمثل أهمية تعلم الضوابط الشرعية للمعاملات المالية في البورصة بالنسبة لكل من يعمل في مجال المعاملات المالية فيما يلي[2]:

-تجنب الوقوع في الحرام؛

-تجنب الشبهات في المعاملات؛

-تحقيق رضا الله-سبحانه وتعالى-ورسوله؛

-تحقيق الخير والنماء في الأموال؛

-تجنب الخلافات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية؛

-تقديم نموذج يحتذي به لرجل الأعمال المسلم الذي يلتزم في جميع معاملاته بالضوابط الشرعية.

[1]-محمد غزال، مرجع سابق، ص 68.

[2]-عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 14.

2-الضوابط الشرعية للبورصة الإسلامية

وضع الإسلام للبورصة الإسلامية ما يحقق لها الاستقرار والنماء، وما يحكم جميع المعاملات المالية من مجموع الضوابط الشرعية التي يجب على كل مسلم أن يكون على معرفة تامة بها حتى لا يقع في المحرمات.

ومن أهم هذه الضوابط ما يلي[1]:

-أن الأصل في المعاملات الإباحة لقوله تعالى: ﴿ **هُوَ الَذِي خَلَقَ لَكُمْ مَا فِي الأَرْضِ جَمِيعًا**﴾. (سورة البقرة: الآية28)؛

-إن جميع ما أحله الله لعباده طيب قال الله تعالى: ﴿ **يَسْأَلُونـكَ مَاذَا أُحِلَّ لَهُمْ قُلْ احِلَ لَكُمُ الطَّ يِّبَاتِ**﴾. (سورة المائدة: الآية4)؛

-إن مرطقة العفو تركت قصدا من الشارع قوله تعالى﴿**وَمَا كَانَ رَبُّكَ نَسِيًا**﴾. (سورة مريم: الآية64)؛

-يلزم توثيق واثبات العقود لحفظ الحقوق من الضياع؛

-التراضي بين أطراف العقد، وإن كان ركنا من أركان صحة العقد: إلا أن هذا التراضي يجب أن يحل حراما أو يحرم حلالا فالمسلمون عند شروطهم؛

-لا تنفصل القيم الأخلاقية عن المعاملات المالية في المنهج الإسلامي؛

-لا تحريم إلا بنص صريح في الكتاب الله-عز وجل-أو سنة نبيه صلى الله عليه والسلم أو إجماع ثابت حقيقي متيقن لقوله تبارك وتعالى:

﴿ **وَمَا لَكُمْ أَلَّا تَأْكُلُوا مِمَّا ذُكِرَ اسْمُ اللهِ عَلَيْه وقَد فَصَّلَ لَكُم مَّا حَرَمَ عَلَيْكُم إِلاَّ مَا اضْطُرِرْتُم إِلَيْه وإِنَّ كَثِيرًا لَيَضِلُّونَ بِأَهْوَائِهِمْ بِغَيْرِ عِلْمْ إِنَّ رَبَكَ هُوَ أَعْلَمَ بِالْمُعْتَدِينَ**﴾. (سورة الأنعام: الآية119)؛

-أن تحريم ما أحل الله كإحلال ما حرمه وكلاهما يجلب سخط الله وعذابه، وفي ذلك يقول الله تعالى:

[1]-عصام أبو النصر، مرجع سابق، ص 15.

﴿قَدْ خَسِرَ الذِينَ قَتَلُوا أَوْلاَدَهُمْ سَفَهًا بِغَيْرِ عِلْمْ وَحَرَّمُوا مَا رَزَقَهُمْ الله افْتِرَاءً وَمَا كَانُوا مُهْتَدِينَ﴾ . (سورة الأنعام: الآية140)؛

وتذكر في هذا المقام جملة من الأخلاق والآداب التي يجب أن يتجلى بها التجار والمتعاملون في الأسواق المالية[1]:

2-1-الخلو من الربا

لقد أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ، قال تعالى:﴿**الَّذِينَ يأْكُلُونَ الرِبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلَ الرِبَا وَأَحِلَّ اللَّه الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِبَا فَمَنْ جاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفْ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّه وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ**﴾.(سورة البقرة: الآية275).

2-2-الخلو من القمار:

إن النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتحول بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها كل طرفي المعاوضة سعيا وراء الفرصة الناشئة عن تغيرات الأسعار، فإن صحت توقعاتهم ربحوا وإن لم تصح انتكسوا، فمن أجل هذا جعل الإسلام المقامرة من حبائل الشيطان للصد عن ذكر الله تعالى.

2-3-الصدق في التعامل وتقديم البيانات

ركز الإسلام على طائفة التجارة وأمرهم أن يلتزموا بالبيان والوضوح فيما يبيعون أو يشترون، كذلك هو بالنسبة للبورصة حيث معلومة كاذبة تؤدي إلى انهيار السوق بأكملها[2].

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، مرجع سابق، ص 6.

[2]-عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في البورصة، المشروع والمنهي عنه شرعا، دراسة بكلية الشريعة والقانون جامعة الأزهر، مصر، ط1، ص 35.

2-4-البيان وعدم الكتمان

حيث نجد من جمهور المتعاملين من لا يقدم معلومة كاذبة ولكنه يتعمد كتمان وحجب بعض البيانات والمعلومات التي تهم المستثمرين وجمهور المتعاملين ويخفي أشياء جوهرية، عن السوق والمتعاملين فيه وهذا جرم كبير لا يقل بشاعة عن الكذب والتضليل[1].

فقد أمر الإسلام بالبيان وحرم أن يكتم البائع أو المشتري وكافة جمهور المتعاملين في البورصة بيانات أو معلومات.

2-5-الوفاء بالعهود والعقود

قال الله تعالى: ﴿**يَأَيُّهَا الَّذِيْنَ آمَنُوْا أَوْفُوا بِالْعُقُوْدِ**﴾.(سورة المائدة: الآية 1).

وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم:" آية المنافق ثلاث: (إذا حدث كذب، وإذا وعد أخلف، وإذا أؤتمن خان).

وهي تشمل العقود التي يعقدها المؤمنون بعضهم البعض كعود المعاملات في البيع والشراء وغيرها من العقود.

من مقتضيات حسن التعامل عرفا وشرعا الوفاء بالعهود والعقود والمواعيد والوفاء بالديون في المواعيد المتفق عليها، وعدم المماطلة في السداد،حيث ترجع أسباب الخلل في الأسواق المالية كثيرا إلى التخلي عن هذا الخلق[2].

2-6-السماحة في التعامل

ترشيد سلوك الإنسان وهو يتعامل مع غيره، وهو ما يحرص عنه الإسلام، حيث يوصي بالسماحة في التعاملات كلها بيعا وشراء، قضاء واقتضاء.[3]

---

[1]-عطية فياض، مرجع سابق،ص 37.

[2]-أحمد شمس الدين بوعرار، عمر محمود محي الدين، مرجع سابق، ص 11.

[3]-عطية فياض، مرجع سابق،ص 39.

2-7-حرية المنافسة

وتظهر هذه الحرية في البورصة الإسلامية من خلال التقاء قوى العرض والطلب، لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق المال، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة[1]، قال تعالى﴿**لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارة عن تراض منكم**﴾. (سورة النساء: الآية 29).

2-8-حرية التعاقد

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضا الطرفين، قال عز وجل:

﴿ **يا أيها الَّذين آَمنوا لا تأْكُلُوا أموالَكُم بَيْنَكُم بالْباطلِ إِلَّا أن تكُون تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِنْكُمْ**﴾ . (سورة النساء: الآية 276).

-ونجد أيضا ضوابط شرعية في السوق المالي الإسلامي نعرضها كما يلي[2]:

2-9-الالتزام بالقيم الإسلامية

الالتزام بالقيم الإيمانية، الأخلاقية والسلوكية في كل الأمور كونها تقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكار أو التدليس وغيرها. مما هو معاملات محرمة تقتضي ضوابط السوق المالي الإسلامي الابتعاد عنها.

2-10-تجنب مختلف المعاملات الربوية

سواء في مجال الديون (ربا النسيئة) ، أو في مجال البيوع (ربا البيوع)، باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات في السوق المالي بصفة خاصة.

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، مرجع سابق، ص 5.

[2]-جمال لعمارة، رايس حدة، مرجع سابق،ص 7.

2-11-تجنب البيوع غير المشروعة

التي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة مثل: بيع الغرر ، بيع العينة، بيع الكالئ بالكالئ، بيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش...الخ.

2-12-شيوع الصدق والشفافية والأمانة

وذلك في المعاملات المالية وتقديم البيانات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالي.

2-13-ضبط وترشيد وتوجيه الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة

.بما يساهم في تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية في حفظ الدين والعقل والنفس والعرض والمال، وهدف تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية[1].

[1]-جمال لعمارة، رايس حدة، مرجع سابق،ص 7.

المبحث الثالث:

وظائف البورصة الإسلامية

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية، خاصة في الدول الإسلامية حيث نجد أن البورصة تؤدي دورا رئيسيا في تحريك وتمويل المشروعات البناءة وكذلك في جذب الادخار والاستثمار وتعبئتهما.

وبالتالي فإنها تفسر وجودها وأهميتها المالية والاقتصادية من خلال الوظائف التي تمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأمثل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها.

سنتعرض في هذا المبحث دور البورصة في جذب الاستثمار وتعبئته في المطلب الأول، ودورها في جذب الادخار وتعبئته في المطلب الثاني.

المطلب الأول: دور البورصة الإسلامية في جذب الاستثمار وتعبئته

تمثل البورصة الإسلامية دورا مهما في التنمية الاقتصادية مثلها مثل الأسواق المالية الأخرى، حيث تتخذ الأرصدة القابلة لإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات التي تعاني من العجز، ومن ثم فهي تمثل إحدى الآليات الهامة لنمو وتخصيص الاستثمار.

1-دور البورصة في جذب الاستثمار:

توضح الاقتصاديات الحديثة أن الأسواق المالية تعمل على زيادة الاستثمار والنمو من خلال تنويع الأموال المالية المتاحة للاستثمار، وجذب الاستثمار الأجنبي مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في المجتمع، إضافة إلى توفير التمويل اللازم للاستثمار طويل الأجل[1].

إضافة إلى أن أسواق المالية النشيطة يمكنها تقليل من تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، ومن المعروف أن البورصة خصائصها توفير عنصر السيولة لحاملي

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود والمالية، جامعة الجزائر، 2013/2012، مطبوعة، ص 88.

الأوراق المالية، حيث تمكنهم من تحويل ما لديهم من أوراق مالية إلى نقود عند الحاجة، وهي ميزة تشجع المستثمرين على التعامل في هذه السوق.

إن الأسواق المالية الإسلامية قائمة على الاستثمار طويل الأجل، وبذلك يمكنها المساهمة في تدعيم الاستثمار القومي من خلال ما تقوم به من دور مباشر في إقامة المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل والمساهمة فيها[1].

ولا تقف عند هذا الحد فقط فهي لا تكتفي بتدعيم الاستثمار القومي من حيث الكم فقط وإنما تعمل أيضا على توزيع الاستثمارات بصورة أفضل من خلال توجهها إلى المجالات والمشروعات الأكثر فائدة للمجتمع ملم يؤدي إلى تدعيم الاقتصاد القومي[2].ويمكن ذكر تعداد هذه الوظائف كما يلي:

1-1-أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة

تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط من خلال الأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة لهذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها.

1-2-أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية

تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ،فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات في الكيان الاقتصادي،وتسجيلها وحجم العاملات مقيدة بالأموال السائلة المتداولة والأسعار[3].

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 88.

[2]-بوزيد عصام، مرجع سابق، ص 68.

[3]-بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005/2006، ص 47.

بصدر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق بعدم معرفتهم بغرض الاستثمار المتاحة والمجدية مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يحوزونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على نمو الاقتصادي بالزيادة[1].

1-3-إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل

حيث أن المؤسسات المالية من شركات والمصارف تقوم عادة بتوظيف الأموال في المشاريع استثمارية لأجال طويلة ومستثمرة، ولكن هذا التوظيف لاستغرق كل أموال المؤسسة بصفة مستمرة فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة أدوات نقدية صرفة فتقوم باستثمار عن طريق بورصة الأوراق المالية بشراء أدوات مالية قليلة للتداول والسيولة إلى حين يرون ضرورة تحويلها إلى نقد سائل[2].

1-4-تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات حول أداء الشركات

توفر السوق المالية للمستثمرين فرصا عديدة لتخفيض مخاطر من خلال إمكانيات التنويع التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها،حيث تمكن السوق المالية من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراق مالية لقطاعات متعددة وشركات متنوعة، ولا يقتصر تنوع المخاطر على مستوى المحلي فحسب ففي ظل تكامل واندماج الأسواق لمالية أصبح تنويع المخاطر على المستوى الدولي أمر ممكنا[3].

1-5-وسيلة استثمار وتحقيق عائد

تعتبر البورصة المكان المفضل لدى المستثمرين و الذي يمكنهم من تحقيق عوائد جيدة مقابل تمويل المؤسسات التي تكون بحاجة إلى رؤوس الأموال[4].

---

[1]-بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 47.

[2]-بوزيد عصام، مرجع سابق، ص 63.

[3]-بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة ، "دراسة لواقع التجربة المغربية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص، الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 13.

[4]-عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC40، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2010، ص 11.

1-6-أداة جذب للاستثمارات الأجنبية:

توطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية[1].

1-7-سهولة استثمار رؤوس الأموال:

يمتاز الاستثمار في بورصة الأوراق المالية بالسهولة واليسر، وذلك مقارنة بمجالات استثمارية أخرى، وتظهر هذه السهولة في إمكان استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أو قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خبرات اقتصادية، ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في أسهم الشركات الصناعية أو الزراعية أو التجارية أو العقارية، وغير ذلك من المجالات الاستثمارية[2].

2-اثر الأسواق المالية على تخصيص الاستثمار:

تساهم السوق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال مساهمتها في التخصيص الجيد للموارد، وقد بينت الدراسات أن تطور بورصة الأوراق المالية مرتبط ارتباطا وثيقا بالمعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي وتراكم رؤوس الأموال وزيادة الإنتاجية، والنظريات الحديثة أيضا ترى بأنه السوق المالية والمؤسسات المالية التي تزاول عملها جيدا يمكن أن تساعد في عملية النمو الاقتصادي، عن طريق تغذية قاطرات النمو من خلال الإسراع بتراكم رؤوس الأموال وتحسين قاطرة النمو عن طريق تخصيص الموارد بصورة أفضل.

وعلى المستوى الجزئي تقوم سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار في السوق الأولية والدور التوجيهي للسوق الثانوية، حيث توجد هذه الأخيرة الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التي بارتفاع الكفاءة وترتفع القيمة السوقية للمنشآت التي تنتمي لقطاعات تتسم بارتفاع العائد الاقتصادي، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها وزيادة تخصيص الاستثمارات في هذه الأنشطة المميزة.

[1]-بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 48.

[2]-عطية فياض، مرجع سابق، ص 7.

ويتوقف اتخاذ القرار الاستثماري بتوجيه الموارد نحو الاستخدامات ذات الكفاءة على المعلومات المتوافرة[1].

المطلب الثاني: دور البورصة الإسلامية في جذب الادخار وتعبئته:

يعتبر الادخار حجر الزاوية لأي خطة تنموية، فكلما كان هذا المعدل مرتفع كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف والعكس صحيح، ولذلك تعتبر عملية تنمية الادخار عن طريق الأسواق المالية العربية من أهم قضايا النمو والتنمية التي يجب أن تنال قدر كبير من الأهمية والدراسة من طرف الدول العربية.

وسنتناول في هذا المطلب دور البورصة الإسلامية في جذب المدخرات وتعبئتها

1-دور البورصة الإسلامية في جذب المدخرات:

ينشأ تأثير سوق الأوراق المالية على الميل للادخار من حقيقة أن تنمية النظام المالي توفر سلسلة من الخيارات لوحدات الفائض لتوليد أصول مالية اكبر،وذلك لان هذه الأصول تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة.

وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح المدخرات نتيجة للعوائد المالية المتوقعة من الاستثمار.

ولكي تمارس السوق هذا الدور فلابد من توافر شرطين أساسيين:

-أن تكون الأدوات المالية المتاحة واسعة القبول لعدد كبير من المدخرين يجعلها شعبية إلى حد كبير لتبرير حيازتها.

-تحقيق تأثير ايجابي على الدخل، ويتطلب ذلك ما يلي:

[3]-سعيدي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 94.

-توافر مجموعة من المميزات من حيث العائد والضمان والسيولة، مما يجعل هذه الأوراق أكثر جاذبية للمستثمرين، مقارنة بالاستثمار المباشر في الموجودات المالية الأخرى.

-أن يتوافر لوحدات الفائض أو لبعض منها ميل للاستثمار في هذه الأوراق.

-وجود حافز لوحدات الفائض كي تستقطع من دخلها نسبة عالية لاستثمارها في الأوراق المالية[1].

كما تعتبر الأدوات التي يتم تداولها في الأسواق المالية وسيلة مهمة من وسائل حفظ القوة الشرائية حتى موعد الاستحقاق أو حتى موعد بيعها، بحيث لا تستهلك وتتآكل بمرور الزمن بل أنها تنتج أرباحا، وعليه تساهم في تنمية الثروات والمحافظة عليها.[2]

تحقق البورصة للمدخرين المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية، حيث تعطيهم الأمان الكامل لرؤوس أموالهم، والحصول على عائد منتظم للورقة المالية التي يتعامل فيها كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في الصك في أي لحظة، كما أن العلانية المتوفرة في البورصة تساعد المدخر في اتخاذ القرار المناسب لتوظيف أمواله[3].

2- دور البورصة الإسلامية في تعبئة المدخرات:

تساهم البورصة في زيادة الميل نحو الادخار من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعد أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، ومن ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار[4].

---

[1]-حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، م ذكرة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد جامعة الزقازيق، مارس2002 ص، 6.

[1]-سميحة بن محياوي، الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص 15.

[2]-عطية فياض، مرجع سابق، ص 7.

[3]-نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية، المجلد الخامس، العدد 10، 2013، ص 124.

حيث أن تنوع أدوات سوق الأوراق المالية يتيح فرصة لجميع أفراد المجتمع للمشاركة في مشاريع الأعمال والإنتاج كما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسب كلا منهم وتتلاءم مع ظروفهم، خاصة المستثمرين الصغار الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم.

لذا فتعد سوق الأوراق المالية آلية من آليات تجميع المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية الناجحة[1].

تعمل الأسواق المالية على تعبئة مدخرات المستثمرين على توفير عائدات مغرية للمستثمرين، من خلال تقديم ضمانات حول أسهم الشركات، بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات من خلال إلزام الشركات المدرجة في البورصة على توفير تقارير دورية حول أنشطتها مع الحرص على محاربة تسريب المعلومات المظللة، التي من شأنها أن تؤثر في قرارات المستثمر[2].

تعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها و آجالها، وإعادة توزيعها و استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة المتوافقة مع أحكام الشريعة، وعليه يمكن للسوق المالية الإسلامية من خلال هذه الوظيفة القيام بما يلي[3]:

-منح الفرص للمدخرين لاستثمار مدخراتهم، إتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل إقامة مشروعاتهم أو التوسع فيها، وهي بذلك تشجع الادخار وتعمل على تنمية الوعي الاستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين، بما يكفل توجيه المدخرات للقطاعات الاقتصادية المختلفة وذات العائد الأمثل.

-تعتبر أداة لتوجيه المدخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف إلى الاستثمار المنتج، أي استثمارها استثمارا حقيقيا في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة.

---

[1]-نورين بومدين، مرجع سابق، ص 124.

[2]-سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية ، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006، ص 1.

[3]-شافية كتاف، مرجع سابق، ص 25.

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

-ومما لاشك فيه أن حجم المدخرات، ومقدار ما يعرض منها من أهم العوامل التي تؤثر على نمو السوق المالية، التي ترتبط إلى حد كبير، بدرجة النمو الاقتصادي العام والسياسة الاقتصادية.

-وفي الأقطار النامية، فإن خلق نظام مالي كفء يساعد على تسريع التنمية الاقتصادية ويزيد من معدل الادخار، ويجعله أكثر جاذبية، ويمكن تخصيصه إلى أكثر المستثمرين كفاءة، وتوزيعه على أنشطة الاستثمار المختلفة.[1]

-تعبئة مدخرات المستثمرين والتخصيص الأمثل للموارد، حيث تعمل الأسواق المالية في أداءها للوظيفة الأولى على توفير عائدات مغرية للمستثمرين من خلال تقديم ضمانات حول أسهم الشركات،بالإضافة إلى تحقيق الشفافية في التعاملات أما في ما يتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد فإن الأسواق المالية التي تتسم بالكفاءة تسعى جاهدة إلى توجيه مدخرات المستثمرين إلى المشاريع المنتجة بما يكفل لها المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي[2].

[1]-حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، مرجع سابق ص 7.

[2]-بوتة نسرين، مرجع سابق، ص 13.

خلاصة الفصل:

للبورصة الإسلامية أهمية بالغة في دعم التنمية الاقتصادية للمجتمعات، وذلك من خلال جمع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وإعادة توجيهها لأصحاب العجز المالي وبالتالي معالجة الاكتناز وتشجيع التوظيف.

وهي سوق تتداول فيه الأوراق المالية وفق الشريعة الإسلامية، والتي يمكن الاعتماد عليها في تمويل الاقتصاد بدل البنوك الإسلامية وذلك راجع لكثرة المدخرات التي تدخل في هذا السوق، كونها تقوم بجذب المدخرين الكبار والصغار.ولإنشاء هذه البورصة لابد من توفر مجموعة من المقومات والمتطلبات، والتي بدونها لا يمكن أن تؤدي أي بورصة إسلامية دورها التنموي في الاقتصاد الأمر الذي يجعلها غير كفؤة.

وعموما تعمل هذه السوق وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية في جميع أدواتها ومعاملاتها وهو ما سنتطرق له في الفصل الثاني.

تمهيد:

يعتبر ظهور قطاع التمويل الإسلامي بصورته الشاملة والمتكاملة أحد الأمور التي تميز الاقتصاد الماليزي، و توجد بين أطراف هذا القطاع علاقة تفاعلية ساهمت في إيجاد بيئة مناسبة وشاملة لتحقيق معدلات نمو عالية لهذا القطاع ويعتبر سوق رأس المال الإسلامي جزءًا هاما ومكملا في توسيع وتعميق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا، الذي يعتبر من أنجح التجارب في العالم في مجال الأسواق المالية الإسلامية. ويعتبر النموذج الأمثل الذي يمكن الاعتماد عليه في محاولة دراسة كيفية الاستفادة منه في إقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر إمام المعوقات التي تواجهها.

حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: سوق رأس المال الماليزي.

المبحث الثاني: واقع وأفاق بورصة الجزائر.

المبحث الثالث: إمكانية إقامة بورصة إسلامية في الجزائر بالاعتماد على التجربة الماليزية.

المبحث الأول:
سوق رأس المال الماليزي

شهدت المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008 تطورا مذهلا في العالم، وتعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية بماليزيا من أكبر الأسواق التي تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث أصبحت الدولة الأولى من حيث إصدار الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: طبيعة ونشأة سوق رأس المال في ماليزيا

قبل التعرف على مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية، سنوضح بإيجاز نشأة السوق المالية التقليدية بماليزيا لأنها السباقة في الظهور.

وكان الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09ماي 1960، حين شكلت سوق منظمة مشتركة مع سنغافورة، حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم حيث في سنة 1996 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، أنشأت هذه الأخيرة بورصة خاصة بها حيث في سنة 1976 تم تأسيس بورصة كوالالمبور لتداول الأسهم، وتطورت سوق الأوراق المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية وأيضا سوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فيفري 2003[1].

1- مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي" بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، المقامرة و بيوع الغرر....وغيرها، إذن هو سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، لتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية[2].

[1]- بوعبد الله علي، تطورإصدارالصكوكالماليةالإسلاميةفيبورصةماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،العدد 14،جامعة المسيلة، 2015، ص، 19.

[2]- نبيل طه خليل سمور،مرجعسابق، ص،98.

2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا في سنة 1983مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق المبادئ الشريعة الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 03 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04مارس 1993، أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت شركة (شيل أم. دي. أس) بإصدار و طرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990 تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه [1].ومع بداية تأسيس هذا السوق هرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي عام 1994، والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر سنة 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية[2].

3- عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا:

وهي ثلاثة عمليات نوضحها كمايلي:

3-1- العمليات العاجلة:

وهي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسلم الثمن أثناء العقد أو بعده مباشرة ومن أهم أنواعها:

- الشراء بكامل الثمن، ويقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري ويدفع ثمن كاملا وفورا قبل أن يتفرقا من المجلس، وقد يتأخر ثلاثة أيام أو أكثر.

[1]- بوعبد الله علي، مرجع سابق، ص،20.

[2]-بنالضيفمحمدعدنان،مرجع سابق، ص، 178.

-البيع على المكشوف، وتتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية و بيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أوراق أخرى تماثلها في الكم والنوع وإعادتها إلى المقرض، وقد بررت اللجنة الاستشارية الشرعية للهيئة جواز هذه العمليات بمايلي:

- تحقيق المصلحة العامة؛

- توفير السيولة للسوق؛

- إن إقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الإجارة.

3-2- المشتقات المالية:

هناك نوعين من العقود المستعملة والمتوافقة مع الأحكام الشرعية الإسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية وهما المستقبليات لزيت النخيل الخام، وأيضا عقود الأسهم الواحدة، وكانت أهم حججها مايلي:

- عقود المستقبليات على السلع والأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا.

- عقود المستقبليات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا إلى غير ذلك من الحجج.

3-3- المؤشرات الإسلامية:

ويوجد نوعان من المؤشرات الإسلامية في سوق ماليزيا وهما :

- المؤشر الإسلامي لرشيد حسين المحدودة داو جونز،وهو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، و تم طرح هذا المؤشر سنة 1997، وأصبح خاضعا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005، ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، و توجد في هذا المؤشر 52 شركة مدرجة.

- المؤشر الشرعي كوالالمبور، تم طرح هذا المؤشر سنة 1999، لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وقد برزت بجواز تداول هذه المؤشرات لأن الأسهم المدرجة فيه ممثلة لشركات نشاطها جائز، وأيضا لاعتبارأن المؤشر يعبر عن كمية معلومة وسعر وحدد،

وبذلك ينفي عنصر الغرر و المقامرة، وأيضا ترى اللجنة الشرعية بأن تداول هذه المؤشرات فيه مصلحة عامة لماليزيا، وأيضا نفسالشيء بالنسبة لتداول عقود المستقبليات للمؤشرات[1].

4- أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

يقوم سوق رأس المال في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من الجمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها:

- توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق.

- توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني، يتيح السوق فرصة للجهات المصدرة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق.

- الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات، أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، و هي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي وبالتعاون مع مشاركي السوق.

- تنمية و تعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي، يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعين العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم العوائد والأرباح المشروعة بعيداً عن الربا.

5- الخصائص المميزة لسوق رأس المال في ماليزيا:

يمتاز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالخصائص التالية:

[1]- نبيل طه خليل سمور،مرجع سابق، ص،102.

- يخضع سوق رأس المال الماليزي لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي،ذلك بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي الذي يزّود المجلس بكل المعلومات التي تخص السوق، باعتباره مسؤولا عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق[1]؛

- خلو كافة عمليات ومعاملات سوق رأس المال الماليزي من كل المحظورات الشرعية كالربا، القمار....؛

- التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، التي أجازها وسمح بإصدار وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي؛

- الخضوع لرقابة وإشراف الجهات المختلفة المعينة لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية طالما أنها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية؛

6- أقسام سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

6-1- الأسهم العادية:

في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً، فهي الأسهم المتوافقة مع الأحكام الشريعة[2].

جدول رقم (3-1): الأسهم المدرجة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية في بورصة ماليزيا خلال فترة (2011-2012).

الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة	839	817
إجمالي الأسهم المدرجة	946	923
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المتداولة	%89	%89
القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة (مليار رينجيت)	806	942
إجمالي القيمة السوقية الكلية (مليار رينجيت)	1285	1466
نسبة القيمة السوقية للأسهم المتوافقة إلى إجمالي القيمة السوقية الكلية	%63	%64

المصدر: بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص، 13، تاريخ الاطلاع 2017/03/18. متوفر على:
www.bursamalaysia.com/corporate/

[1]- مجلة الاقتصادي العالمي، العدد الحالي، يناير 2017، ص، 4.تاريخ الاطلاع: 2017/02/29. www.muslim-library.com/

[2]- شافية كتاف، مرجع سابق، ص،119.

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أنّ هناك 817 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية مدرجة في بورصة ماليزيا خلال سنة 2012، و هو ما يمثل 89 %، من مجموع الأوراق المالية المدرجة بقيمة سوقية بلغت حوالي 942 مليار رينجيت أي ما يمثّل 64 % من إجمالي رسملة السوق، وذلك مقارنة مع 839 شركة تمثّل حوالي 89% وبقيمة سوقية تقدر ب 806 مليار رينجيت، ونسبة 64% من الأوراق المالية المدرجة في سنة 2011، و بالتالي فإنّ الأسهم المتوافقة مع الشريعة و المدرجة حالياً في بورصة ماليزيا تمثل حوالي ثلثي القيمة السوقية في ماليزيا، وهي بذلك تعدد وتنوع الخيارات أمام المستثمرين للوصول إلى تشكيلة واسعة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة في جميع القطاعات المتنوعة لمحافظ استثمارية أوسع و أعمق.

6-2-صناديق الاستثمار الإسلامية:

وهي صناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية[1].

جدول رقم (3-2): صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
الصناديق الاستثمارية الإسلامية	164	169
الإجمالي	587	589
القيمة الصافية للأصول (مليار رينجيت)*		
الصناديق الاستثمارية الإسلامية	28	35
الإجمالي	249	295
النسبة إلى الإجمالي	%11	%12

المصدر: بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص، 13،تاريخ الاطلاع 2017/03/18.

www.bursamalaysia.com/corporate/

[1]- بورصة ماليزيا، التقرير السنوي2012،ص، 13، تاريخ الاطلاع: 2017/03/18. www.bursamalaysia.com/corporate/-

يلاحظ من الجدول أعلاه أن صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا في تطور مستمر، فبعد أن كان عددها في ديسمبر 2011 حوالي 164 صندوق و صافي قيمة أصولها حوالي 28 مليار رينجيت ماليزي، ارتفع عددها إلى 169 صندوق وبأصول قيمتها 35 مليار رينجيت سنة 2012.

6-2-1- صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية:

تعتبر البورصة الماليزية أول سوق في العالم تدرج صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية وذلك سنة 1996، تستثمر هذه الصناديق بشكل مباشر في أنواع مختلفة من الأصول ذات العلاقة بالعقارات، مما يتيح للمستثمرين فرصة الحصول على حقيبة من الأملاك العقارية المتنوعة والمدارة بشكل محترف، حيث تسمح هيكلة هذه الصناديق لصغار المستثمرين بتملّك حصص صغيرة في المشروعات العقارية.

جدول رقم (3-3): صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
الصناديق الاستثمارية العقارية الإسلامية	03	03
الإجمالي	15	16
القيمة السوقية (مليار رينجيت)		
الصناديق الاستثمارية العقارية الإسلامية	02,9	03,5
الإجمالي	16,3	24,6
النسبة إلى الإجمالي	%17,8	%14,2

المصدر: بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص، 13، تاريخ الاطلاع: 2017/03/18متوفر على:
www.bursamalaysia.com/corporate/

يتضح من خلال الجدول أن رسملة السوق لصناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية قد ارتفعت من 2.9 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 3.5 مليار رينجيت سنة 2012، كما أن صناديق الاستثمار العقارية الإسلامية الماليزية و خلال نفس الفترة قدمت عوائد بين 15 إلى 20%، و يرجع السبب في تزايد و نمو عدد الصناديق إلى أن الحكومة الماليزية قدمت حوافز و ضرائب مواتية، و نظام تنظيمي و تصديق خاص للمستثمرين الأجان

6-2-2- صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية:

هي صناديق مدرجة تتكون من سلة من الأوراق المالية الإسلامية المتداولة في البورصة، تهدف هذه الصناديق إلى تتبع حركة المؤشر الإسلامي[1].

جدول رقم (3-4): صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).

عدد الصناديق المعتمدة	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
الصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية	01	01
الإجمالي	05	05
القيمة السوقية (مليار رينجيت)		
الصناديق الاستثمارية العقارية الإسلامية	0,411	0,293
الإجمالي	01,03	0,923
النسبة إلى الإجمالي	%39,9	%31,7

المصدر: التقرير السنوي، بورصة ماليزيا 2012، ص، 13، تاريخ الاطلاع 2017/03/19، متوفر على:
www.bursamalaysia.com/corporate/

يلاحظ من الجدول أعلاه، أنه ومن ضمن 05 صناديق مؤشرات متداولة في البورصة الماليزية يوجد و حتى ديسمبر 2012 صندوق واحد متوافق وأحكام الشريعة، يبلغ صافي قيمة أصوله حوالي 0.3 مليار رينجيت ماليزي، تمثل 31,7 % من إجمالي صافي قيمة أصول صناديق المؤشرات المدرجة بالبورصة الماليزية.

3-6- مؤشر الشريعة:

لقد تم تشكيل مؤشر الشريعة للوقوف على أداء الأسهم الإسلامية المتوافقة مع الشريعة و المدرجة بالبورصة الماليزية، حيث أن أكثر من ثلثي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية حسب المجلس الاستشاري الشرعي لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد أطلق مؤشر الشريعة كوالالمبور سنة

[1]- بورصة ماليزيا، التقريرالسنوي2012،ص، 13، تاريخ الاطلاع:2017/03/18. www.bursamalaysia.com/corporate/--

1999، وهو يقيس حركة أسعار جميع أسهم الشركات الإسلامية المدرجة بالبورصة الماليزية. ويمكن توضيح أداء مؤشر كوالالمبور ومؤشرات البورصة الماليزية الشرعية على أساس المعيار العالمي كمايلي[1]:

جدول رقم (3-5): أداء مؤشر الشريعة ومؤشر كوالالمبور المركب خلال الفترة (2011-2012).

المؤشرات الماليزية	ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	نسبة التغير
KL Composite Index (KLCI)	1, 688,95	1, 530,73	%10
FBM EMAS Shariah	11,520.73	10,300.29	%12
FBM HijrahShariah	12, 674,93	11,022.63	%15
DJIM Malaysia Titans 25	944,11	883,19	%13

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، 2012، ص 23، تاريخ الاطلاع : 2017/03/20. www.sc.com.my/

لقد صممت هذه المؤشرات لتلبية مطالب المستثمرين المحليين و الأجانب، الذين يرغبون ويسعون للاستثمار في الأوراق المالية التي تتفق مع مبادئ الشريعة، فهي بمثابة مؤشر لتتبع أداء الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة و عموما فقد سجل سوق رأس المال الماليزي الأداء الأعلى سنة 2012، حيث بلغ الحجم الكلي 2.5تريليون رينجيت ماليزي، بزيادة بنسبة 16.4% مقارنة مع 2.1 تريليون رينجيت ماليزي سنة 2011، ويرجع أعلى مستوى من الأداء إلى النمو ما بين 14.1% و22.6%من جميع قطاعات السوق، بما في ذلك أسواق رأس المال الإسلامية التي ارتفعت بنسبة 22.6%إلى 1.4 تريليون رنجيت، كما حافظت ماليزيا على مكانتها كرائدة في سوق الصكوك الإسلامية.

6-4- الصكوك الإسلامية:

يقصد بها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ وأحكام الشريعة، ويمكن تصنيفها باعتبار الجهة التي أصدرتها إلى:

6-4-1-الصكوك الحكومية الإسلامية:

هي الصكوك التي تصدرها الحكومة الماليزية للحصول على التمويل اللازم للمشاريع التنموية، و تخضع هذه الصكوك لرقابة المصرف المركزي الماليزي.

[1]_هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي،2012، ص،23، تاريخ الاطلاع 2017/03/20 متوفر على الرابط:

-www.sc.com.my/

6-4-2-الصكوك الإسلامية للشركات:

هي عبارة عن الصكوك التي تصدرها الشركات الماليزية الخاصة، و تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل، الإستصناع، المضاربة، المشاركة المرابحة، الإجارة، وتخضع هذه الصكوك لرقابة المجلس الاستشاري لهيئة الأوراق المالية الماليزية[1].

جدول رقم (3-6): الصكوك المصدرة والمدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2011-2012).

الصكوك المصدرة (مليار رينجيت)	ديسمبر 2011	ديسمبر 2012
عدد إصدارات الصكوك	44	41
حجم الصكوك المصدرة	78,9	71,1
حجم السندات المصدرة	112	103,3
نسبة الصكوك إلى إجمالي السندات	%70,4	%68,8
عدد الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا	19	20
قيمة و حجم الصكوك المدرجة	28,5	33,7

المصدر: بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012، ص13، تاريخ الاطلاع: 2017/03/23، متوفر على الرابط:
www.bursamalaysia.com/corporate/

تجدر الإشارة إلى أن ماليزيا تتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية، حيث بلغت قيمتها سنة 2012 أكثر من 71 مليار رينجيت تمثل أكثر من 68% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً، وقد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نموا سنويا بنسبة بلغت نحو 22% تشكل نحو 28%من حجم تداولات صناعة التمويل والصيرفة الإسلامية في ماليزيا، كما إرتفعت حصة الصكوك الإسلامية في السوق بداية سنة 2012، والسندات من 14.5 % سنة 2000 إلى نحو 68.8% من إجمالي السندات المستحقة إقبال المستثمرين محلياً ودولياً على سوق الصكوك الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية، مما جعلها رائداً في هذا المجال، حيث لا تزال تستحوذ على أكثر من ثلثي تداولات هذه السوق على المستوى العالم، حيث إرتفعت قيمة الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية من 28.5 مليار رينجيت سنة 2011 إلى 33.7 مليار رينجيت سنة 2012، ولعل ما يميز ماليزيا عن غيرها هو سلاسة وسهولة إجراءات الإدراج

[1]- شافية كتاف، مرجع سابق، ص، 124.

مقارنة بالدول الأخرى، فالصكوك المدرجة لا تقتصر على الشركات المحلية فحسب بل حتى الأجنبية القادمة من خارج الحدود الماليزية.

6-5- الوسطاء والخدمات:

من أهم أقسام الوسطاء والخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي[1]:

6-5-1- السمسرة:

يقوم السماسرة بدور هام في إدارة وتنظيم عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية ومن أهم خدماتهم تزويد البائعين والمشترين بالمعلومات اللاّزمة بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية الإسلامية المدرجة نيابة عنهم، ويوجد العديد من الشركات السمسرة الإسلامية في ماليزيا بالإضافة إلى بعض نوافذ السمسرة الإسلامية التابعة لشركات السمسرة التقليدية.

6-5-2- إدارة الاستثمار:

يقصد بالإدارة محفظة الأوراق المالية من قبل شركات معيّنة تتوافر فيها صفات و ميزات معيّنة وذلك نيابة عن عملائها، مثل شركات صناديق الاستثمار الإسلامي.

6-6-الرقابة الشرعية:

تعتبر الرقابة الشرعية من أهم الخدمات المتوفرة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث يخضع للرقابة الشرعية من قبل المجلس الاستشاري الشرعي التابع لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتعاون في ذلك مع قسم سوق رأس المال الإسلامي من خلال دراسة الأدوات المالية الإسلامية وتحليلها. وأيضا هناك " منصة سوق السلع" التي حازت على جوائز عالمية جديدة، وقد صممت خصيصاً لتسير إدارة السيولة الإسلامية وعمليات التمويل الإسلامية، حيث تسهم منصة "سوق السلع" في تسهيل تنفيذ الصفقات المرابحة والتورق بطريقة متوافقة مع الشريعة، فهي ترتكز على منتج زيت النخيل من أجل التداول وقد ساهم تقديم هذا المنتج في تعزيز المكانة العالمية لماليزيا في الصناعة، كما ارتفعت بشكل ملحوظة القيمة الكلية لصفقات السلع لتبلغ نحو 566.3 مليار رينجيت سنة 2012 وذلك مقارنة ب 298.6 مليار رينجيت سنة 2011.

المطلب الثاني: دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية

1- Securities commission, what we do, availableat :
www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type=2017 /03/21

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق المالية الماليزية، وبورصة المشتقات كما لديها واجب مراقبة التعاملات وضمان تسوية المبادلات بشكل منظم في الأوراق المالية المودعة لبورصة ماليزيا، من خلال مرافقها المتخصصة لهذا الغرض. ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق رأس المال الماليزي نجد:

1- هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الهيئة الرقابية العليا والوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية وتقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة، ويسند لهذه مجموعة من الوظائف والمهام والتي تشمل مايلي[1]:

- تسجيل نشرة الاكتتاب، لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- الموافقة على إصدار سندات الشركات.
- القيام بالمهام الرقابية على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية والعقود المستقبليات، ومراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات بماليزيا.
- الإشراف على كافة عمليات تسريح العمال وكذا التأكد من السير الحسن لعمل مؤسسات السوق وتشجيع التنظيم الذاتي لها.

2- الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية:

تتكون الجهات الفرعية المساندة لعمل الهيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية، في مجموعة من الجهات الفرعية تساعدها في تأدية وظائفها و تتكون من البورصة الماليزية برهارد والمؤسسات التابعة لها وأهمها[2]:

2-1-بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد:

تم إنشاؤها في 04 ديسمبر 2003 وهي عبارة عم مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة وذلك من أجل تحقيق بيئة استثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية، وتعمل البورصة الماليزية

1-Bursa malaysia, corporate-structure , on line available at :
http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/2017 /03/21

2-Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy < on line > available at :
www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/ 10.04.2017

على حظر العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي وذلك عن طريق إصدار القوانين والإرشادات الخاصة، للرقابة على الأنشطة المزاولة داخل أو خارج البورصة.

وتسترشد بورصة الأوراق المالية الماليزية ببعض المبادئ التنظيمية، والتي لا تتجزأ عن القواعد التنظيمية لبورصة ماليزيا، وذلك قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية، وهذه المبادئ هي:

- قواعد سهلة وواضحة الالتزام بها.
- لا مزيد من التنظيم الزائد عن اللزوم وذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم والفعالية.
- استخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل وتغيير القواعد التنظيمية وهذا يسهل الأعمال المالية.
- تجنب القيود والإجراءات الغير معقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية.

2-2- بورصة المقاصة للأوراق المالية برهارد:

ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة ببورصة الماليزية للأوراق و تعرض المقاصة المركزية للأسهم المالية (MESDAQ) وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الإلكترونية خدماتها على الأعضاء البورصة وفقا للقانون صناعة الأوراق المالية سنة 1983 وتؤدي دورها الرئيسي في معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المقيدة في قائمة البورصة، والرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

2-3- بورصة الإيداع برهاد:

وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل الشهادات بين البائع و المشتري للأسهم، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، وتتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية، وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين وتتولى هذه البورصة إدارة عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم الحسابات CentralDepository System والرقابة على التعاملات الأوراق المالية بدون الشهادة وفق القوانين المنظمة[1].

2-4- بورصة المشتقات برهاد:

[1] Bursa malaysia, bursa Malaysia derivatives < on line > available at : http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/about-bursa-malaysia-derivatives/about-us/regulatory-structure/ 10/04/2017.

تم إنشاؤها في 17 أفريل 1993 ويتم تداول في هذه البورصة منتجات المشتقات المالية، من عقود المستقبليات والخيارات، ويشرف على رقابة هذه البورصة كل من الهيئة الأوراق المالية، وتمتلك بورصة الأوراق المالية المحدودة ل75% من أصول هذه البورصة كما تسند لها عمليات تسبيل عقود مستقبليات (**FCPO**)لزيت النخيل الخام في العالم.

2-5- بورصة المقاصة للمشتقات برهاد:

تم إنشاؤها في 05سبتمبر 1995 وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عند تبادل عقود المستقبليات والخيارات.

2-6- بورصة السندات برهاد:

تدرج في بورصة السندات كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقيد عملها كلا من البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات وإرشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات، في حين أن هيئة الأوراق المالية هي السلطة الأساسية التي تنظم وتطور سوق السندات في ماليزيا.

2-7- مركز التعاملات المالية الدولية:

تم إنشاؤها في 30جويلية 1999، ومن أهم الأنشطة التي يتم التعامل فيها بجميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية.

2-8- بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد:

تم إنشاؤها في 02 ماي 1986 ويتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية.

2-9- بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد:

تم استحداثها في 15 أفريل 2009 وهذا حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير وتسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية[1].

[1] -Securities commission Malaysia, legislation, Securities commission's rules-making process, available at : www.sc.com.my/main.asp?paiged=918&menuid=955&newsid=&linkid=&type= 16/04/2017.

3- دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية حجر الزاوية في النظام المالي الماليزي، إذ تلعب دورا رئيسيا في دفع و تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية[1].

3-1- دور هيئة الأوراق المالية الماليزية:

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي، و من الأدوار التي أوكلت إليها ما يلي:

- تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية لتتماشى مع التطورات الحاصلة عالميا.
- الإشراف على المبادلات المالية، وغرفة التصفية ومركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين.
- منح التصاريح والإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية.
- تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الإستثمارية والأدوات المالية الأخرى، وساهم دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، من خلال الخطوات السابقة الذكر، بالإضافة لوجود عوامل ساهمت في دعم السوق هي:
- الالتزام الحكومة الماليزية الكامل في تنشيط وتدعيم وتعزيز هذا السوق.
- الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في إلتزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق.
- وجود خبراء ومتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات وإقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعينة بغية تطوير هذا السوق.

3-2- الإستراتيجيةالمتبعة من طرف هيئة الأوراق المالية:

من بين الإستراتيجيات المنتهجة من طرف الهيئة لتطوير سوق الأوراق المالية في ماليزيا نجد:

- إعداد البحوث والدراسات بما يتعلق بتطوير سوق رأس المال الإسلامي: تعمل اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي، على تقديم الدراسات ومناقشة معاملات هذا السوق بالتشاور مع متعاملي السوق، وهذا حرصا من اللجنة على سير المعاملات وفق مبادئ الشريعة والتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية.

[1]- محمدنورالدين غادون،تطورسوقالأوراقالماليةالإسلامية،بحثمقدملندوةالصكوك الإسلامية- التجربةالماليزية،مركزالملكفهدللمؤتمرات،السعودية ، 2008، ص،09.

- التخطيط للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي: عرضت هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 2001 خطة لتطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، واحتوت الخطة ستة أهداف رئيسية، وأطلق عليها اسم الخطة الشاملة، و كان الهدف الرئيسي المستقبلي لهذه الخطة الإستراتيجية الممتدة لمدة عشر سنوات من 2001 إلى 2010 للوصول بماليزيا لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي[1].

- تعيين الأوراق المالية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية: من بين أشكال قبول ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية في العالم، هو تنصبها على رأس الهيئة التنفيذية للمنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية لما تقوم به من دور في تنشيط والنهوض بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

4- دور اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية:

نظرا لتزايد حجم الأنشطة والمعاملات في السوق الأوراق المالية، والتي كانت إلى اجتهاد خاص قصد معرفة مدى خضوعها لأحكام الشريعة، فكانت الحاجة ماسة في إيجاد جهة شرعية تشرف على عمل هذا السوق وفي التجربة الماليزية تم تأسيس للجنة استشارية شرعية تساعد في بناء مكونات السوق المالي الإسلامي الماليزي.

4-1- نشأة اللجنة الاستشارية الشرعية:

قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا منذ نشأتها في 1994، بالعمل على توفير كافة المتطلبات اللازمة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية، وذلك بتأسيس مؤسسات رقابية يمكن الوثوق بها من طرف عامة الجمهور، ومن أهم الخطوات التي اتخذتها هيئة الأوراق المالية لتكوين لجان الرقابة الشرعية في سوق الأوراق المالية الماليزية، قامت بتأسيس كل من:

4-1-1- قسم إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامي:

من أجل تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا، قامت هيئة الأوراق المالية بإنشاء قسم إدارة و مراقبة سوق الأوراق المالية الإسلامي سنة 1994، ويعتبر هذا القسم مسؤول عن إنجاز وعمل الدراسات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية وإدارة الأدوات المالية المتداولة فيها، ومن بين الوظائف الأساسية لهذا القسم:

- تقديم الدراسات والبحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- مسؤولية هذا القسم عن إصدار وتعديل القوانين ذات علاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية وتنفيذها.
- معاقبة كل من ثبت مخالفته تطبيق القوانين المعمول بها.

[1]-محمد غزال، مرجع سابق، ص 180.

– العمل باستمرار على التحليل الدوري لقائمة الأوراق المالية للشركات المسعرة في السوق الماليزية، لتحديد مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية[1].

– نصح و مساعدة المستثمرين القدامى حول أداء الشركات المساهمة من حين لآخر، ويعتمد قسم سوق الأوراق المالية الإسلامي على العديد من الشخصيات المؤهلة و المعروفة في الأوساط الإسلامية الماليزية، خاصة في مجال المعاملات المالية الحديثة ولديهم معرفة علمية شرعية أكيدة، والذين ينسب لهم الفضل في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

4-1-2- مجمع اللجنة الشرعية (دراسة الأدوات المالية الإسلامية):

قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بتأسيس هذا المجمع في 10 أكتوبر 1994، ويضم مجموعة من الأعضاء بين مستشارين في الشريعة وأعضاء من الشركات المعروفة العاملة في ماليزيا، ومن أعضاء العاملين في القطاع المالي التقليدي وبالتعاون مع جمعية العلماء الماليزيين وعلماء دوليين، ويقوم المجمع بمناقشة وإصدار القرارات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الماليزية. وقد تم عقد ثمان لقاءات منذ 1995 إلى 1996، وتم خلالها دراسة مدى صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من المنظور الشرعي.

4-1-3- اللجنة الاستشارية الشرعية:

جاء إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية مكان مجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 ماي 1996، وذلك بتعيين من وزارة المالية الماليزية لتؤدي دورها ومهامها التنظيمية والرسمية، وتم إعطاء الصلاحيات لهذه اللجنة للتأكيد على أن معاملات سوق الأوراق المالية الإسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم كذلك بدور الداعم و المساند ومستشار لهيئة الأوراق المالية الماليزية والعمل كهيئة محورية للموافقة على جميع الإصدارات التي تقدم في سوق الأوراق المالية الإسلامية، وجمع البيانات والمعلومات من خلال الدراسات التي تقوم بها.

4-2- دور اللجنة الاستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تقوم اللجنة بالعديد من المهام والأدوار في مجال الرقابة وتقديم الاستشارات والتوعية والتوجيه، كما لها مهام تفعيل وتطوير الأدوات المالية. ومن أهم الوظائف التي تقوم بها هذه اللجنة نذكر[2]:

[1]- محمد غزال، مرجع سابق، ص 182.

[2]- محمد غزال، مرجع سابق، ص 183.

– إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية: حيث تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الوحيدة التي تقوم بإصدار هذا النوع من القرارات، في القضايا التي يشوبها نوع من اختلاف الآراء الشرعية لدى الفقهاء.

– الرقابة: وتعد حجر الزاوية في عمل ومهام اللجنة الاستشارية الشرعية فهي تراقب الأدوات المالية الإسلامية و التداولات عليها، والتأكد من أن معاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتقدم هذه اللجنة بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية الماليزية رأيها الشرعي في تطوير الأدوات المالية الإسلامية.

– الإجابة على الأسئلة والإستفسارت: تجيب هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة والاستفسارات المطروحة عليها حول سوق الأوراق المالية الإسلامية، من ناحية العمليات أو الأحكام التي أصدرتها وعادة ما تتقدم إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية أو الباحثين أو الموظفين من طرف شركات المساهمة والمستثمرين أو من طرف الحكومة الماليزية بمساءلة هذه اللجنة.

– توعية الأطراف الفاعلة في السوق: وتعمل على توعية والتعريف بنظام التمويل الإسلامي خاصة المتعاملين في ماليزيا، عن طريق عقد الدورات التدريبية والندوات والمؤتمرات، والاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات التي تدار حولها، وتمنح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة والتي لها علاقة بالمنتجات المالية الإسلامية وأحكامها الشرعية.

– مركز لتقديم الاستشارة والمراجعة: فهي تعد مركز الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والمراجعة لكافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بصورة عامة، وتعمل على تقديم المساعدة للأطراف التي لها علاقة بهذه السوق وإعطاء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بها.

4-3- الضوابط الشرعية لإصدار الأوراق المالية الإسلامية:

تم تقرير أربعة معايير شرعية أساسية من قبل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية، وكان ذلك في 23 أوت 1996 في اجتماعها الخامس وتقوم بتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في السوق المنظمة لتصدر بعدها قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، وهذه المعايير كالتالي [1]:

[1]-Securities commission of Malaysia, list of shariah Advisory Council of Securities commission, Kuala Lumpur, nov 2011https://www.sc.com.my/.../scs-shariah-advisory-council-updates-lis'. 28/04/2017.

المعيار الأول: عدم اعتماد الشركة في نشاطها الأساسي على المعاملات الربوية بعكس ما هي عليه الشركات التقليدية المتعاملة مع المؤسسات المالية التقليدية بما في ذلك البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والمؤسسات المالية.

المعيار الثاني: أن لا يكون نشاط الشركة الأساسي ولا تعاملاتها تعتمد القمار أو الميسر، وما شابه ذلك والتي لا تلتزم بالمبادئ الإسلامية والأخلاقية للدين الحنيف، وهذا ما يجعل أسهم هذه الشركات المتعاملة بها، أن لا يتم إدراجها في قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية.

المعيار الثالث : خلو نشاط الشركة من التعامل في الغرر، مثل شركات التأمين التقليدية حيث تعتبر هذه الأخيرة أن أقساط التأمين من حقها بلا مقابل، إلى أن يقع الضرر أو الخطر وهذا النوع من الشركات تخرج من قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية ويحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

المعيار الرابع: يحرم على شركات إنتاج وتوزيع وتسويق المنتجات والخدمات التعامل ومزاولة كنشاط أساسي مايلي:

- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها وتسويقها.
- إنتاج وتوزيع وتسويق اللحوم الغير حلال مثل لحم الخنزير.
- توفير الخدمات الغير الأخلاقية كالحانات وغيرها، وهذا ما يجعلها من الشركات الغير مقبولة في السوق المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: أدوات المالية الشرعية في ماليزيا ودور الرقابة فيها

يتركز دور الرقابة الشرعية على الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا على ضمان التزام الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية بأحكام الشريعة الإسلامية، تفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا.

1- دور الرقابة الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية:

يتولى المستشار الشرعي عملية تقييم الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، ويعتبر هذا الأخير المتخصص مستقل عن اللجنة الاستشارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولكنه يخضع للتنظيمات والإرشادات والقرارات الصادرة عن هذه اللجنة حيث أكدت التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على ضرورة تعيين الجهة المصدرة للصكوك الإسلامية مستشار شرعي متخصص في شؤون الصكوك الإسلامية

وفق المعاملات للتأكد من مطابقتها لتعاليم الشريعة الإسلامية المتعلقة بإصدار الصكوك المقترحة من الشركات، وتتم عملية تعيين المستشار الشرعي بالتوافق مع هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا للشروط التالية[1]:

- أن لا يكون مفلساً.

- أن لا يكون قد ارتكب جريمة ناشئة عن الإجراءات الجنائية.

- أن يكون حسن السيرة والسلوك.

- أن يمتلك المؤهلات والخبرات الضرورية، لاسيما في فقه المعاملات وفقه الشريعة الإسلامية وثلاثة سنوات من الخبرة كحد أدنى في المجال المالي الإسلامي، حتى يتحمل المسؤولية في إبداء الرأي المناسب والشرعي للشركات الخاصة في كل الأمور المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية من الناحية الشرعية،والتأكد من أنها تلتزم بمبادئ الشريعة والقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية من وقت لآخر، ويكون دور المستشار الشرعي جوهرياً في المصادقة على إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وأهم المجالات التي يركز عليها:

1-1- عمل المسودة الخاصة قبل إصدار الصكوك الإسلامية:

إن الجهة المصدرة "الشركات الخاصة" هي التي تتولى عمل مسودة الخاصة قبل إصدار هذه الصكوك والتأكد من التزام الجهة المصدرة بأحكام الشريعة الإسلامية و ضوابطها، ويتمثل دوره بالتّأكد من أن التوثيق المقترح للصكوك تم وفقاُ لمبادئ الشريعة الإسلامية حيث يقوم بعملية فحص والتحليل للتأكد من صحة التنفيذ، وتوجيه النصائح والإرشادات المتوافقة من الناحية الشرعية.

1-2- عمل بنية الصكوك الإسلامية:

إن عملية الصكوك الإسلامية هي جوهر المعاملة المتعلقة بإصدار الصكوك المقترحة من الشركات "الجهة المصدرة"، وهذا يحتاج من المستشار الشرعي القيام بفحص العملية بدقة ويقوم المستشار الشرعي بدور هام في إبداء الحكم والرأي الشرعي المناسب للتأكد من كافة الأمور المتعلقة ببنية هذه الصكوك وإصدارها بصورة

[1]-Development of Capital Market Under Islamic Principles,conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islamihttps://www.al-arafahbank.com/AIBL_1st_Quarter_9-5-2016_Fina29/04/2017.

مطابقة للضوابط الشرعية، حيث على المستشار أن يتأكد من إفصاح المعلومات الشرعية في طلب إصدار الصكوك الإسلامية، وتشمل المعلومات مايلي[1]:

- نوع الموجودات التي ستمول بها الشركة.

- الهدف الجوهري من استخدام الموارد المالية المتحصلة من الصكوك الإسلامية.

- بيان التسهيلات التمويلية الإسلامية التي تنطوي عليها مبادئ الشريعة الإسلامية المثبتة فيها، وقيمة البيع والشراء وحساب نسبة الربح أو حصة الاشتراك في الربح.

1-3- كافة الأمور الإدارية والتشغيلية:

إن كافة الأمور الإدارية والتشغيلية المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية المقترحة بحاجة إلى فحص وتحليل وتخطيط بصورة دقيقة من الجهة المصدرة ليتمكن المستشار الشرعي من إبداء الرأي الشرعي حول هذه الأمور. وتشمل الأمور التشغيلية تدقيق وفحص الحسابات التجارية من الناحية الشرعية بصورة مستمرة من وقت لآخر، وكذلك متطلبات افتتاح الحساب أو تقييم الأصول والحصول على آراء قانونية أو شرعية وعلى المستشار الشرعي أن يتأكد من أن الاقتراحاتالاستثمارية من قبل الشركات تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية والالتزامبالقرارات الصادرة من اللجنة الاستشارية الشرعية.

ومن الجدير بالذكر أن دور المستشارين الشرعيين المستقلين في إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة، ودور اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيها بصورة عامة، قد عزز ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وبذلك حققت الهيئة نجاحا ملحوظاً في ترخيص الكثير من الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا لإصدار وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتنقسم هذه الصكوك الإسلامية من حيث عقودها إلى مايلي[2]:

1-3-1- الصكوك الإسلامية "عقود المداينات": وهي ثلاثة أنواع:

- صكوك البيع بالثمن الآجل و المرابحة

- صكوك الإستسناع

[1]-Development of Capital Market Under Islamic Principles,conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islami, op cit.https://www.al-arafahbank.com/AIBL_1st_Quarter_9-5-2016_Fina29/04/2017.

[2]-نبيل طه خليل سمور، مرجع سابق، ص، 143.

1-3-2- صكوك الإجارة الصكوك الإسلامية "عقود المشاركات": وهي نوعان:

- صكوك المضاربة

- صكوك المشاركة

2- الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي : تتنوع الصكوك الإسلامية في سوق المالي الإسلامي الماليزي وهي كما يلي[1]:

2-1- صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة:

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة، ومن الناحية التطبيقية تعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بأنها" الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى، وإصدارهما قائم على أساس البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه" العقد الذي يشير إلى بيع المبيع(وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات)، بثمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين[2].

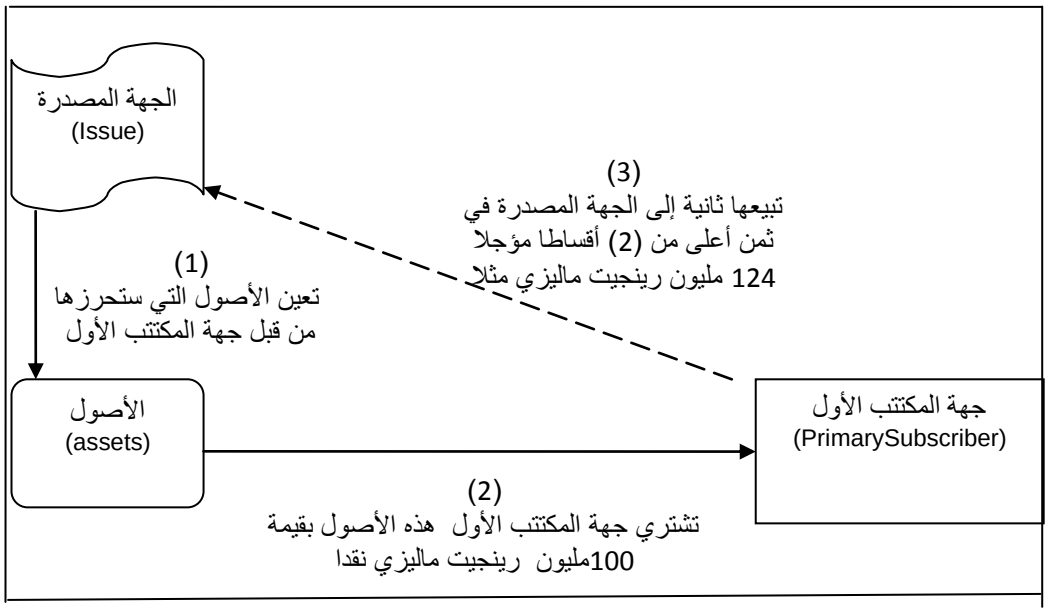
والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الآجل "من سنة إلى خمسة سنوات، وقصيرة الآجل "من ثلاثة أشهر إلى سنة"[3].

الشكل رقم (3-1): بنية أساسية لإصدار صكوك البيع بالثمن الآجل/ المرابحة في ماليزيا.

[1]-جمال عمارة، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، ورقة مقدمة لملتقى دولي، دراسة حالة الجزائر، جامعة بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر، 2006، ص، 13.

[2]-Rosly, SaifulAzhar, **Critical issues on Islamic Banking and Financial Markets**, Kuala Lumpur – Malaysia, Dinamas Publishing, first printed, 2005www.authorhouse.co.uk/Bookstore/BookDetail.aspx?BookId..01/05/2017.

[3]- Engku Ali, Engku RabiahAdawiah, **Islamic Debt Securites/Bonds**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, Istana Hotel Kuala Lumpur, Malaysia, 29 – 30 June.www.sciencedirect.com/science/article/pii/S221484501300011201/05/2017.



Source: Engku Ali, Engku RabiahAdawiah, **Islamic Debt Securites/Bonds**, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, Istana Hotel Kuala Lumpur, Malaysia, 29 – 30 June, 2005, p.7, Slide 14.

–صكوك الإجارة،تعرف على أنها صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، ويصدرها مالك العين المؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا بان صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة. – صكوك الاستصناع ،تعرف هذه الصكوك في ماليزيا بأنها "شهادات التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة، وتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة للجهة الممولة" ، كما يمكن اعتبارها شهادات تم إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه وفقا لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصا شائعة في شركات متخصصة لممارسة النشاط الصناعي[1].

–صكوك المضاربة: تمثل هذه الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة ويحصل مالكوها على نسبة شائعة في الربح، وتتوفر فيها عقد المضاربة من الإيجاب والقبول ومعلومة رأس المال ونسبة الربح.

[1].جمال عمارة، مرجع سابق، ص، 15.

–صكوك المشاركة: عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في إن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة.

الجدول رقم 3–7): إجمالي الصكوك المصدرة من حيث القيمة في بعض الدول خلال الفترة (2001–2010).

الدولة	قيمة الصكوك المصدرة بمليون دولار	نسبتها إلى القيمة الإجمالية %
ماليزيا	115393.76	58.51
الإمارات العربية المتحدة	32201	16.33
العربية السعودية	15351.88	7.78
السودان	13057.713	6.62
البحرين	6291.69	3.19
اندونيسيا	4658.5	2.36
باكستان	3447.207	1.75
قطر	2500.79	1.27
الكويت	1575	0.8
بروناي دار السلام	1175.91	0.6
الو م أ	767	0.39
بريطانيا	271	0.15
سنغافورة	191.96	0.1
المانيا	123	0.06
تركيا	100	0.05
اليابان	100	0.05
غامبيا	2.086	00
المجموع الكلي	197208.496	100

Source: Ijlal Ahmed Alvi, Islamic capital market overview and role of sukuk, Islamic finance –aparadigm shift in Africa 28-29 March 2011 Kenya.p7.

الجدول فيبن قيمة ونسبة الإصدار لبعض الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية في إجمالي الإصدارات في الفترة 2001 إلى غاية ديسمبر 2010، حيث نستنتج من الجدول أن ماليزيا حافظت على تصدرها لإصدار هذه الصكوك بنسبة 58.51%في مجموع هذه الصكوك في 10 سنوات، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها[1]:

-سن ماليزيا قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل بهذه الأدوات المالية الإسلامية.

-وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة وجهة مفضلة لإصدار والاكتتاب في هذه الصكوك.

- قيام ماليزيا سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى إهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.

جدول رقم (3-8): تطور إجمالي الصكوك الإسلامية من إجمالي السندات في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2005-2012).

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
إجمالي الصكوك الإسلامية (بالمليار RM)	43.32	42.02	121.3	43.2	34	40.33	78.9	71.09
مجموع السندات الكلية (بالمليار RM)	62.66	75.83	158.8	140	57.5	63.58	112.33	103.3
نسبة الصكوك إلى السندات الكلية(%)	69.13	55.41	76.4	30.85	59.13	63.43	70.23	68.81

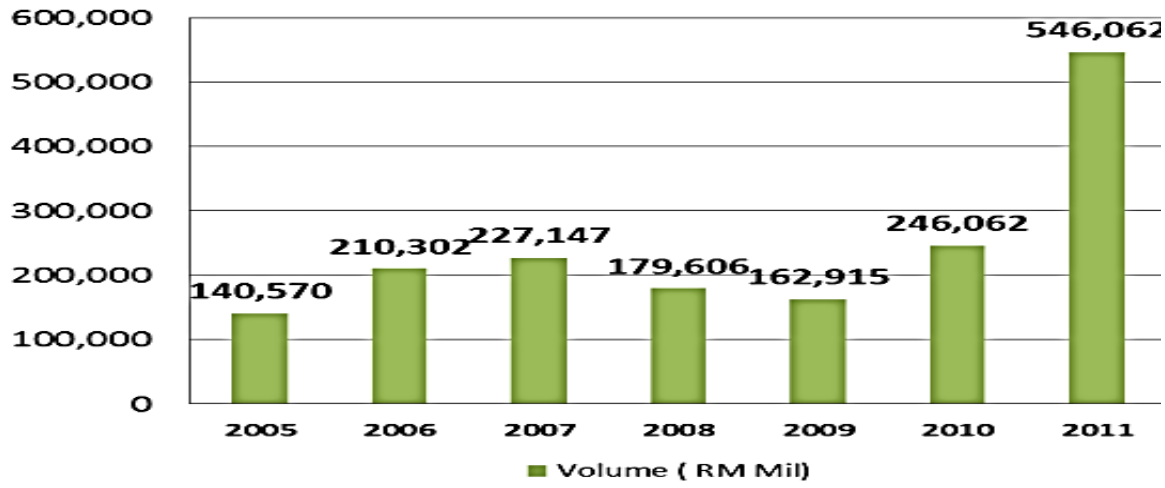
Source: Securities commissions, annuel report (2006.2008.2010.2012)،29/04/2017

نلاحظ من الجدول أعلاه نسبة الصكوك المصدرة خلال الفترة 2005 إلى 2012 كانت في تزايد مستمر متخطية 50% في جميع السنوات ما عدا سنة 2008، فكانت الصكوك أقل من السندات التقليدية الربوية وهذا بسبب التخوف من الأزمة المالية العالمية في هذه السنة، ثم عاودت الصكوك الإسلامية تحقيق أداء جيد

[1]- Source: Securities commissions, annuel report (2006.2008.2010.2012) 29/04/2017.

مسيطرة على سوق السندات في بورصة ماليزيا خاصة السوق الأولي(سوق الإصدار)، ويعود هذا الأداء الجيد إلى الإستراتيجيات التي قامت بها الحكومة الماليزية، حيث بدأت الأولى من سنة 2001 إلى 2004 وتم فيها التركيز على دعم المؤسسات المحلية و الثانية ركزت فيها على تطورات الأساسية التي جعلت البورصة الماليزية أكثر إنفتاحا وهذا ما لاحظناه في سنتي 2005 إلى 2006، وفي الفترة 2007- 2010 والتي إعتمدت فيها السوق المالية الإسلامية على جذب الإستثمارات الأجنبية وهذا ما تجلى من خلال إرتفاع نسبة إصدار الصكوك لولا الأزمة العالمية في هذه الفترة وما بعدها[1].

الشكل رقم(3-2): تطور تداول الصكوك الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا في الفترة (2005-2011).



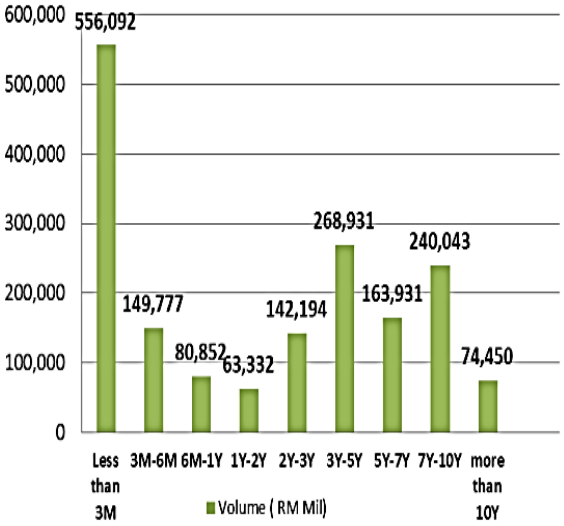
Source: Rashdan Ibrahim, Vienna Austria, Malaysian dominance in the issuance of Sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs the world.

نلاحظ من الشكل رقم (02)ارتفاع كبير جدا لقيمة تداول هذه الصكوك في السوق الثانوي من 140.570 مليار ريجنت سنة 2005 إلى 546.062 مليار ريجنت سنة 2011، إلا في سنتي الأزمة 2008 و2009، حيث انخفض أداء هذه الصكوك بانخفاض تداولها، وهدا ما يبين جاذبية هذه الصكوك للمستثمرين سواء محليين أو أجانب، وأيضا يبين زيادة أهمية السوق المالية الإسلامية في الاقتصاد الماليزي كما بيناه سابقا، ويمكن تفسيره بزيادة عمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضا تنوع في تواريخ الاستحقاق كما يبينه الشكل الموالي[2]:

[1]- بو عبد الله علي، مرجع سابق، ص، 26.

[2]- Rashdan Ibrahim, Vienna Austria ,malaysian dominance in the issuance of sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs. the world/www.academia.edu/.../Malaysian_Dominance_In_The_Issuance_o29/04/2017.

الشكل رقم(3-3): تداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا حسب تاريخ الاستحقاقفي الفترة (2001-2010)



Source: Rashdan Ibrahim, Vienna Austria ,malaysian dominance in the issuance of sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs. the world.29/04/2017.

وفي الأخير نلاحظ ارتباط بين سوق تداول هذه الصكوك مع سوق الإصدار، حيث من خلال تطور قيم التداول والإصدار يتبن كلما كان هناك زيادة في حجم التداول أدى إلى زيادة عمليات الإصدار، وهذا يدل على انه كلما تميز السوق المالي الإسلامي بتوفير السيولة (السرعة والسهولة في عمليات البيع والشراء) زاد إقبال المستثمرين على الاكتتاب بهذه الصكوك في سوق الإصدار[1].

[1]-نبيل طه خليل سمور، مرجع سابق، ص، 155.

المبحث الثاني:

واقع وآفاق بورصة الجزائر

بهدف دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، بادرت الدول النامية إلى تبني مجموعة من الإصلاحات، والجزائر كغيرها من الدول النامية قامت بإصلاحات جذرية بغرض التحول إلى اقتصاد السوق من خلال إعادة الهيكلة والتطهير المالي للمؤسسات العاجزة، وإعادة تصحيح مسار القطاع العام، وإدخال القطاع الخاص أو ما يعرف "الخوصصة".

كل هذه الإصلاحات الاقتصادية كانت ترمي إلى تحضير المناخ المساعد على إرساء قواعد السوق المالية التي لها دور في تفعيل نظام التمويل.

وبناءا على ذلك سنتناول في هذا المبحث نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها كمطلب أول، وفي المطلب الثاني الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر، وكمطلب أخير تطرقنا لآلية عمل في بورصة الجزائر.

المطلب الأول: نشأة بورصة الجزائر ومراحل تطورها

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي أعلن عنه عام 1987 ودخل حيز التطبيق عام 1988أما التحضير الفعلي لإنشاء هده البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990 إلى غاية الوقت الحالي.

1-نشأة بورصة الجزائر:

برزت فكرة تأسيس بورصة الجزائر في ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 32000.00 دج تحت اسم " شركة القيم المنقولة SVM" و هذا استنادا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت شركة القيم المنقولة تماشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية لرأس المال، هذا من جهة ومن جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لان التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات[1].

بدأ نشاط بورصة الجزائر بموجب المرسوم التأسيسي للجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمعدل والمتمم بالقانون رقم 04-03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2000 حيث تعرفها المادة 01 منه كما يلي: " تعد بورصة القيم المنقولة إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرين من القانون العام والشركات ذات الأسهم.

ومن جهة أخرى تعتبر بورصة القيم المنقولة سوق مركزية منظمة تتم فيها عمليات التفاوض على الأوراق المالية المسجلة في التسعيرة الرسمية، وقد نص التشريع السابق على تأسيس هيئتين يسهران على السير الحسن لهذه السوق المالية وهما: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV، ومهام الهيئتين تنحصر في تحقيق نفس الهدف وهو الالتزام بإنشاء سوق مالية في الجزائر.

كما حدد مرسوم (23 ماي 1993) القانون الأساسي للوسطاء في عمليات البورصة وحدد وظائفهم والعمليات التي يتولون القيام بها دون غيرهم وهي عمليات التفاوض داخل البورصة.

2-مراحل تطور بورصة الجزائر:

يمكن تقسيم فترة التحضير لإنشاء بورصة القيم المتداولة في الجزائر إلى ثلاث مراحل أساسية، فالأولى تتمثل في مرحلة اتخاذ قرار إنشاء بورصة الجزائر، والتي تراوحت مدتها من 1990 إلى 1992 ، والمرحلة الثانية تشكل المرحلة الابتدائية لبورصة الجزائر والتي تراوحت مدتها من 1992 إلى 1996، والمرحلة الأخيرة كانت بداية العمل الرسمي والفعلي لبورصة الجزائر والتي تمتد من سنة 1996 ، يمكن إبراز هذه المراحل كما يلي:

المرحلة الأولى: 1990-1992

[1]-بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة متنوري قسنطينة، 2007،ص، 100.

أي مرحلة الإقرار بإقامة بورصة القيم المتداولة، فقد نصت القوانين التشريعية على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما حدد المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمحت هذه القوانين للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتتبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى[1].

وفي نفس الفترة وبالتحديد في 9 ديسمبر 1990 تم إنشاء وفقا لعقد موثق شركة القيم المنقولة(SVM) Société des valeurs mobilières، ومهمتها تشبه إلى حد ما مهمة البورصة في الدول ،المتطورة، حيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة والتي بلغ عددها ثمانية صناديق، أما رأس مالها فقد قدر بمبلغ (320.000 دج)، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة.

كما تم في نفس الفترة صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 وهي:

-المرسوم التنفيذي رقم 91- 169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداول على أنها منتوج مالي قابل للتداول في البورصة وقابل للتجزئة[2].

- المرسوم التنفيذي رقم 91- 170الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى وكذلك صيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات الأموال.

- المرسوم التنفيذي رقم91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق.

المرحلة الثانية: 1993-1996

فقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988، عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات

[1]- قاسم شاوش لامياء، " الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك،
جامعة سعد حلب البليدة، جوان 2005 ، ص، 159.

[2]-عمر عبو، مرجع سابق، ص، 220.

العمومية لهذا الغرض، وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية لهذا الغرض ، وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم، وبالقيم المنقولة فيما يخص شركات الأسهم، فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار سواء تأسيس شركة، أو عند تقرير رفع رأسمالها (كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة 30000000 إلى [1]:

-خمسة ملايين دينار جزائري في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

- مليون دينار جزائري عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار.

أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، في إطار هذا (المضمون فإن المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على مايلي[2]:

-القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أوحق مديونية عام على أموالها، إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية وضرورة قابلية استهلاك وتداول القيم التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي.

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة للبورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين[3]:

-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة؛

-شركة تسيير بورصة القيم، تسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، شركة تسيير و لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة إلا داخل مقصورة البورصة وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة بعد اعتمادهم من طرف اللجنة .

المرحلة الثالثة: 1996 إلى وقتنا الحالي

[1]-المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25أفريل1993.المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد27 ، ص 13،الصادر بتاريخ25 أفريل1993 .

[2]-المادة 715 مكرر30 من القانون التجارة، المرسوم التشريعي93-08 المعدل والمتمم.

[3]-المرسوم التشريعي رقم93-10 المؤرخ في 23ماي1993، الجريدة الرسمية،العدد34، الصادر بتاريخ 23ماي1993.

مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية و التقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث :

-تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة؛

-أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة؛

-تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة COSOB في فيفري 1996 إلى جانب شركة تسيير القيم SGBV مع تحديد مخطط كل منها، وأصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة ولو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي[1].

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997 على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للمشروع في العمل بالتاريخ المحدد، وهو نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي1998، متمثلا في القرض ألسندي لسونا طراك، وذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سونا طراك أول متعامل اقتصادي دشن للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر إن تصبح بورصة الجزائر عملية.

ونشير إلى انه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة وهي:

-شركة الرياض سطيف: فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20%.

-مجمع صيدال: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

-فندق الاوراسي: رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%[2].

[1]- زيدان محمد، نورين بومدين، مداخلة بعنوان "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر" الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 22/21نوفمبر 2006، ص، 10.

[2]- المرسوم التشريعي رقم: 93 /10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

المطلب الثاني: الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر

يمكن إظهار مجموعة من الهيئات التي عددها المشرع الجزائري ضمن أحكام المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وتتمثل خاصة في: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،شركة إدارة بورصة القيم المنقولة (شركة تسيير بورصة القيم المنقولة)، المؤتمن المركزي للسندات.

1-لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي أنشأت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم هي سلطة ضبط مستقلة تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي[2].

تتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس وستة أعضاء، يعين رئيس اللجنة بمرسوم رئاسي لعهدة مدتها أربع سنوات. ويعين أعضاء اللجنة بموجب قرار من وزير المالية بناءا على اقتراح من السلطات والوزارات المعنية.

ويتم ذلك بحسب كفاءتهم في مجال المالية والبورصة، تبعا للتوزيع الآتي[1]:

-قاضي يقترحه وزير العدل؛

-عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛

-عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛

-أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي، ويختار لكفاءته في المجال المالي أو البورصة؛

-عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين المصدرين قيما منقولة؛

-عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبيين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

تخصص للجنة تنظيم عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها إعانةٌ تُمنح لها من ميزانية الدولة، وتتقاضى أتاوى مقابل الأعمال والخدمات التي تقدمها أثناء ممارسة صلاحياتها. وتحدد قواعد أساس هذه الأتاوى وحسابها وتحصيلها عن طريق التنظيم[2].

1-1 مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

[1]-بن عمر محمد الصالح، لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة ودورها في ضبط السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في الحقوق تخصص، قانون الإعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، 2015/2014، ص،36.

[2]- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، تقرير 2010، ص، 08.

تتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها بالسهر خصوصا على ما يأتي :

-حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي منتوج مالي آخر يؤدي إلى اللجوء العلني للادخار، كحماية المدخرين بتسليم تأشيرة على المذكرة الإعلامية التي يعدها كل مصدر يلجأ للادخار علنا عند إصداره قيما منقولة، وكذا عند إدخال سندات في البورصة أو عند عملية العرض العمومي، كما لا تتضمن تأشيرة اللجنة تقديرا لجدوى العملية المقررة من طرف مصدرها أو لنوعية السندات المصدرة، فهي تعني فقط أن الإعلام الذي تضمنته المذكرة الإعلامية مناسب، مترابط وشامل، مما يسمح للمستثمر باتخاذ قراره للاكتتاب في قيم منقولة أو لاقتنائها عن دراية.

-تعمل على ضمان السير الحسن للسوق وشفافيته وذلك من خلال رقابة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة والمؤتمن المركزي للسندات وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتسمح هذه المراقبة لسلطة ضبط السوق بالتأكد من:

-أن الوسطاء في عمليات البورصة يحترمون القواعد الرامية إلى حماية السوق من أي سلوك احتيالي أو مجحف؛

-أن السوق تشتغل حسب القواعد التي تضمن الشفافية وحماية المستثمر؛

-إن إدارة السندات و تسييرهما تسيران وفق القواعد التي تحددها سلطة ضبط السوق؛

وترمي هذه المراقبة إلى ترصد أي جنحة في البورصة، أو جنحة استعمال المعلومات السرية أو التلاعب بالأسعار، أو المعلومات الخاطئة أو المضللة[1].

1-2-سلطات اللجنة:

لقد زود المشرع اللجنة لتمكينها من القيام بمهامها، بمجموعة من السلطات نذكرها كما يلي[2]:

1-2-1- السلطة التنظيمية:

تقوم اللجنة، في إطار التشريع الذي يحكم السوق المالية، بإعداد أنظمة تخضع إلى موافقة الوزير المكلف بالمالية. وتتعلق الأنظمة التي يتم سنّها على الخصوص بما يأتي :

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات - حافظي السندات؛

[1]-سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية معمق، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الدكتور يحي فارس المدية، 2015/2014، ص، 27.

[2]- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010، تاريخ التحميل 2017/04/30: www.cosob.org

– واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛

–تسيير حافظة القيم المنقولة؛

– قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات؛

– القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛

– القواعد المتعلقة بمسك الحسابات – حفظ السندات؛

– القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات؛

– شروط التداول والمقاصة في مجال القيم المنقولة المسجلة في البورصة؛

1–2–2– سلطة الاعتماد والتأهيل :

تسمح هذه السلطة للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة باعتماد ما يلي:

– الوسطاء في عمليات البورصة؛

– شركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك؛

– وتُؤهل ماسكي الحسابات – حافظي السندات؛

1–2–3– سلطة المراقبة والحراسة والتحقيق :

تسمح هذه السلطة للّجنة بالتأكد خصوصا من:

– احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛

– امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها ؛

–إدراج التصويبات اللازمة في حالة حدوث مخالفات؛

–حُسن سير السوق؛

1–2–4– السلطة التأديبية والتحكيمية :

تنشأ ضمن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتكوّن من الرئيس، وعضوين(2) يُنتخبان ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وقاضيين (2) يعيّنهما وزير العدل. ويتولى رئيس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها أمانة الغرفة[1].

[1]– حليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013، ص، 131.

- سلطات غرفة التأديب والتحكيم:

- في المجال التأديبي؛ تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.

- في مجال التحكيم؛ تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين والتنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة، قد يحدث:

- بين الوسطاء في عمليات البورصة؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
- بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المُصدرة؛

2-شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV):

كيف المشرع الجزائري شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بشركة أسهم في المادة 15 من المرسوم التشريعي 10/93. جعل المساهمين فيها هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من قبل اللجنة، وذلك حسب المادة 2 من النظام رقم 01/97 التي نصت على ما يلي:" إن شركة إدارة بورصة القيم المنقولة التي تدعى شركة والمنصوص عليها في المرسوم التشريعي 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، هي عبارة عن شركة أسهم متأسسة من الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة"[1].

وتقوم أساسا على المادة 18 من المرسوم بالإشراف على إدخال المؤسسات إلى البورصة. تسيير حصص البورصة والقيام بعمليات المناقصة ونشر المعلومات فهي عبارة عن شركة ذات أسهم. ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أ نها تتلقى عمولات من العمليات التي تجري في البورصة[2].

2-1-مهام شركةتسيير بورصة القيم المنقولة:

[1]-حليل نوارة، مرجع سابق، ص، 131.

[2]-بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية- أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012، ص، 161.

حسب نص المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 10/93 تكلف شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالخصوص[1]:

-التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

-التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛

-تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة؛

-تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛

تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدها؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛

-إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة تحت مراقبة اللجنة؛

وعلى ذلك فإن هذه الشركة تتولى وضع الهياكل الفنية والإدارية اللازمة لقيام السوق، كما تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر المعلومات المتعلقة بالعمليات والأسعار والإعلانات والبلاغات التي توجب النصوص القانونية نشرها.

3-المؤتمن المركزي على السندات:

تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، هي شركة ذات أسهم تحمل تسمية تجارية الجزائر للتسوية، يخضع القانون الأساسي و تعيين مسيري الشركة لموافقة وزير المالية بعد استطلاع رأي لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة التي تمارس رقابة نشاطاتها، قدر رأسمالها عند الإنشاء ب65.000.000.00 دج[2]، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري[3].

3-1-المؤتمن المركزي على السندات:

تتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:

---

[1]-آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون،جامعة مولود معمري تيزي وزو،01جويلية 2012، ص، 151.

[2]- سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية معمق، مرجع سابق، ص، 30.

[3]-لجنةتنظيمومراقبةعملياتالبورصة:الاستعلامعنالمؤتمنالمركزيعلىالسندات،تقرير2004،الجزائر، 2004 ،ص، 03.

-فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات؛

-تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال [1]؛

-حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين6؛

- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر؛

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛

- الترقيم القانوني للسندات؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛

-يسمح لمصدري السندات بأن يقلصوا بشكل محسوس تكاليف اللجوء العلني للادخار لاسيما منها التكاليف المتصلة بطبع الشهادات المادية[2]؛

-يضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم، حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية لتداول أنجز في سوق مقننة أو بالتراضي في آن واحد؛

-يزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها أو إتلافه؛

-يسمح بتقليص آجال إتمام الصفقات؛

-يحسن وبشكل كبير معالجة العمليات على السندات[3].

المطلب الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر

يتدخل في ببورصة الجزائر العديد من الأطراف منهم ما يلي:

1-الوساطة المالية في البورصة الجزائرية:

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93 ومنع الوسطاء ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة.

1-1-تطور الوساطة المالية في البورصة:

[1]-رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/ 2010،ص 66.

[2]-المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتتم بالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ص، 03. تاريخ التحميل 2017/05/03: www.cosob.org/wp-content

[2]-حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2003، ص، 3، 4، 5.

إن الوجود الفعلي للوساطة لم يتجسد إلا سنة 1997، حيث وكلت المهمة إلى سبع مؤسسات مالية والتي اختارت من ثلاث إلى خمس أشخاص لمزاولة النشاط وبلغ عدد الوسطاء 39 وسيط،وبعد انقضاء خمس سنوات سحب الاعتماد ومنح لشركات الأسهم رأس مال كل منها 3000000 دج، ويتمثل شركات الوساطة المالية في بورصة الجزائر في ما يلي:

-شركة الراشد المالي: يساهم فيها البنك الخارجي والصندوق الوطني للتعاون.

- المؤسسة المالية للرشاد والتوظيف: تضم بنك الفلاحة والتنمية الريفية، الشركة الجزائرية للتامين وإعادة التامين.

- يونين البنك: هو الوسيط الوحيد برأس المال الخاص 1000000 دج.

1-2-شروط اعتماد الوسطاء في البورصة:

تتمثل في الشروط المنصوصة عليها حسب المرسوم رقم 96-03 المؤرخ في،07/03/ 1996، وبالنسبة للأشخاص الطبيعيين ويشترط ما يلي:

- بلوغ سن 25 سنة على الأقل والتمتع بكامل القوى العقلية والأهلية وأن يمتلك محل ملائم لمتابعة نشاطه.

- أن يكون حائز على شهادة ليسانس في التعليم العالي أو شهادة معادلة لها.

- تكوين في التجارة و تسيير القيم المنقولة.

- أن يتمتع بالنزاهة المطلوبة لحماية المدخرين.

- أن يقوم بإثبات كفالة مقدرة ب: 500000 دج

- أن يقدم طلب اعتماد لدى COSOB.

أما بالنسبة للأشخاص المعنويين فيشترط ما يلي:

-الحد الأدنى لرأس المال هو مليون دج، وأن يمتلكوا محلات لائقة لحماية مصالح زبائنهم.

-أن يكون مقر الشركة بالجزائر.

- أن يكون لديهم مسير واحد على الأقل ويتمتع بالأهلية[1].

1-3-الوسطاء المعتمدون في البورصة[2]:

يتضمن السوق حاليا بنك الفلاحة والتنمية الريفية « BADR»، وبنك التنمية المحلية « BDL»، وبنك الجزائر الخارجي «BEA»، والبنك الوطني الجزائري «BNA»، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط« CNEP»، والقرض الشعبي الجزائري« CPA»، والبنك الخاص بي أن بي باريبا الجزائر BNP Paribas Eldajazair.

2-2-المتعاملون:

يتيح التشريع الجزائري مجالا واسعا أمام تدخل الأشخاص الطبيعيين لاستثمار أموالهم إما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشر من قبل صاحبها أو مسيرة من طرف الوسيط في عمليات البورصة عن طريق الوكالة أو المساهمة والاستثمار في هيئات التوظيف الجماعي للقيم المتداولة.

2-1-شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير

تم اعتماد شركة الاستثمارات ذات رأس المال المتغير بمقتضى مقرر رقم 10/98 المؤرخ في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وهي تعتبر من شركات المساهمة حسب المشرع الجزائري، وتخضع لأحكام القانون التجاري،وهدفها تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول.

2-2-الصناديق المشتركة للتوظيف

هي ملكية مشتركة للقيم، بحيث تعتبر منقولة لا تتمتع بالشخصية المعنوية والمعتمد من طرف لجنة التنظيم والمراقبة، إذ تعتبر حصص الصندوق المشترك للتوظيف قيما منقولة. ويقوم بتسعير الصندوق المشترك شخص طبيعي أو معنوي وفقا للنظام الذي تم إعداده بالاستعانة مع مؤسسة مالية.

2-3-هيئات أخرى: وتتمثل هذه الهيئات في مايلي[3]:

---

[1]-آيت اكان، بوصيقع فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة اكلي محند اولحاج البويرة، 2015/2014، ص، 100.

[2]-إلهام طراد، مروى مزهودي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)، جامعة العربي تبسي تبسة، 2016/2015، صص، 68-69.

[3]- إلهام طراد، مروى مزهودي، مرجع سابق، ص، 69.

2-3-1- وزارة المالية:

يتدخل وزير المالية في مايلي:

- تعين رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- المصادقة على النظام العام للجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة.

2-3-2-بنك الجزائر

ويلعب دورا أساسيا في السياسة النقدية ومراقبة النظام المصرفي والمالي فيتدخل في مسار معالجة المعاملات على الأوراق المالية، وذلك لأن الوسطاء يستعملون حسابات شركائهم الأم المفتوحة لدى بنك الجزائر، لتبادل الأوراق المالية.

22-شروط الإدراج في بورصة الجزائر

يمكن إيضاح شروط الإدراج كما يلي[1]:

2-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

- لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

- لابد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

2-2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

يمكن ذكرها كما يلي[2]:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

---

[1]-بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص229.

[2]- بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص162.

-إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

-إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

3-أداء بورصة الجزائر

حيث سنتطرق إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر من 2011 إلى 2016، والجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال هذه السنوات المتتالية.

2-شروط الإدراج في بورصة الجزائر

يمكن إيضاح شروط الإدراج كما يلي[1]:

2-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

- لابد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

- لابد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

- الأسهم المعروضة الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك.

2-2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

يمكن ذكرها كما يلي[2]:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار.

[1]-بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص، 229.

[2]- بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص162.

-إصدار 20 % من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل.

- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

-إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة.

- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

3-أداء بورصة الجزائر

حيث سنتطرق إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر من 2011 إلى 2016، والجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال هذه السنوات المتتالية.

3-أداء بورصة الجزائر

حيث سنتطرق إلى دراسة وتحليل أداء بورصة الجزائر من 2011 إلى 2016، والجدول الموالي يوضح أداء بورصة الجزائر خلال هذه السنوات المتتالية.

3-1-قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2011-2016

من خلال الجدول الموالي سنعرض نشاط بورصة الجزائر في الفترة الممتدة من 2011 حتى سنة 2016.

الجدول رقم(3-9): نشاط بورصة الجزائر من2011-2016

السنة	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية بالمليون		أحجام التداول بالألف		عدد الأسهم المتداولة بالألف	عدد أيام التداول
		بالدينار الجزائري	بالدولار الأمريكي	بالدينار الجزائري	بالدولار الأمريكي		
2011	2	7.900	106.1	3.435	46.1	7.4	25
2012	2	10.041	127.2	22.046	279.3	38.0	24
2013	2	9.889	124.7	20.896	263.4	34.3	24
2014	2	9.735	110.7	18.866	214.5	33.5	24ن2
2015	2	9.702	90.6	13.244	123.7	33.1	24
2016	2	9.716	88.0	22.440	203.3	6.1016	24

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للسنوات من 2011 إلى 2016.

نلاحظ من خلال الجدول مايلي:

- ارتفعت مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة الجزائر خلال سنة 2012، حيث قدرت القيمة السوقية في نهاية هذا العام 127.2مليون دولار بعدما كانت قيمتها 106.1 مليون دولار سنة 2011، إلا أن هذه القيمة تراجعت لتصل إلى 110.7 سنة 2014 ثم 90.6 سنة 2015 وأخيرا في سنة 2016 بلغت القيمة السوقية 88.0 مليون دولار.
- وعلى صعيد نشاط التداول، فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة خلال هذا العام نحو 279.3 ألف دولار، مقابل قيمة بلغت 46.1 ألف دولار سنة 2011، ونلاحظ أن هذه القيمة في تراجع مستمر إلا أن وصلت 123.7 ألف دولار سنة 2015، لتعاود الارتفاع سنة 2016 بقيمة 203.3 ألف دولار.
- وفي ما يخص عدد الأسهم المتداولة فقد بلغ 7.4ألاف سنة 2011،ليرتفع سنة 2012ويصبح38.0 ألف، لينخفض سنة 2013 ويصبح 34.3 ثم واصل في الانخفاض إلا أن بلغ سنة 2016 ما قيمته 6.1016ألف[1].

المبحث الثالث:

إمكانية إقامة بورصة إسلامية في الجزائر بالاعتماد على التجربة الماليزية

لقد أثبتت تجارب الدول الإسلامية في مجال إنشاء السوق المالي إدارتها ونجاحها تدريجيا, وظهرت في العديد من الدول الإسلامية أدوات التعامل بالأدوات المالية الإسلامية ودليل ذلك سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، والجزائر من بين الدول التي تطمح لإقامة بورصة إسلامية.

وبناءا على ذلك سنتطرق في هذا المبحث مقومات إنشاء بورصة إسلامية في الجزائر كمطلب أول، وفي المطلب الثاني دور هيئة البورصة في الجزائر في إقامة بورصة إسلامية بالاعتماد على ماليزيا، وكمطلب أخير تطرقنا لمعوقات إقامة بورصة إسلامية.

المطلب الأول: مقومات إنشاء بورصة إسلامية في الجزائر

[1]-النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، تاريخ التحميل: www.amf.org.ae.2017/04/20

إن إقامة سوق مالية إسلامية في الجزائر بأقسامها المختلفة، والتي تشمل سوق النقد، وسوق الأوراق المالية، سواء كانت منظمة أم غير منظمة ، يتطلب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجبتوفرها في كافة أطراف السوق المالي ا لجزائري،وبما يراعي خصوصية كل طرف من الأطراف، والمقصود بأطراف السوق:

-السوق، إدارة وإصدار، وتداول.

-الهيئات الإشرافية، الهيئة الشرعية، وهيئة الأوراق المالية؛

-الوسطاء الماليون، مصارف وشركات وساطة مالية إسلامية؛

-الأصول والأدوات والأوراق المالية المتداول بها في السوق؛

-الجهات المصدرة والمديرة لهذه الأصول والأدوات والأوراق المالية؛

-المتعاملون في السوق، المستثمرون والمتحوطون[1]؛

فإنه في جميع هذه الأطراف يجب أن تتحقق مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاح السوق المالية الإسلامية في الجزائر، بما يحقق المصداقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية.

وفي سبيل تحقيق ذلك لابد من إدراك ضرورة تحقق مجموعات متعددة من الشروط الشرعية والمهنية والفنية، ويمكن عرضها كما يلي:

1- الشروط المهنية

ومن ثم فإن هذه الشروط يجب الوفاء بها من قبل الجهة المصدرة كالشركات مثلا، ومراعاة تحققها في الأدوات ذاتها، وتتمثل هذه الشروط في:

-التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المعايير، كلٌ بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاح والتقارير، وتقارير المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، والخارجيين.

-تحديدالأدوات المالية الإسلامية المرخصإصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية،وحدات الصناديق الاستثمارية)، تحت إشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

[1]-خديجة شوشان، رائد نصري أبو مؤنس، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2013، ص، 04.

-أن يتم وضع الضوابط والقيود المالية التي تنظم سقوف تمويل الوسطاء الماليين لعملائهم في السوق.

- إن تحقيق شرط الإفصاح والشفافية يجب الوفاء به من جهات عدة في السوق المالية الإسلامية ؛ فإدارة بورصة الجزائر ينبغي عليها الإفصاح عن مجمل الأعمال التي تقوم بها، وما تم داخلها خلال جلسات العمل[1].

2- الشروط الفنية

ويقصد بالشروط الفنية : الإجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط التالية :

- أن يتم وضع هيكل مؤسسي فعال ومتكامل: ويتمثل هذا الهيكل في وجود هيئة رسمية تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق المالية الإسلامية من حيث إدراج الأوراق المالية وشروط إصدارها وتداولها، وكذلك تأهيل الكوادر والأفراد العاملين في السوق.

-أن يتم تنظيم آليات الإعلان عن مدى التزام المتعاملين في السوق بالشروط المهنية سالفة الذكر والشروط الشرعية التي سيأتي بيانها[2].

- إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين، بالإضافة إلى تقديم دراسة جدوى تفصيلية من مكاتب استشارية متخصصة لتقوم السوق بدراستها واعتمادها.

3- الشروط الشرعية

تنطلق الدراسة في تحديد الشروط الشرعية لإنشاء السوق المالية الإسلامية من أن الأصل في المعاملات الإباحة إلا ما ثبت اشتماله على مفسد من المفسدات التي حرمتها الشريعة، وبالتالي يفترض من أجل إقامة سوق مالية إسلامية أن تتحقق فيها الشروط التالية:

-إعلان التزامها بالشريعة الإسلامية نصوصا ومقاصد اوأحكاما، وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إنشاء السوق المالية الإسلامية،

[1]-خديجة شوشان، رائد نصري أبو مؤنس، مرجع سابق، ص، 05.

[2]-مرجع نفسه، ص، 10.

-الإباحة الشرعية، أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، أذونات، سلع إذا كانت بورصة سلع، إلى غير ذلك) متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولا حيث أن الجزائر لزالت تتعامل بالأدوات المالية الربوية.

-خلو التعاملات من الربا الذي حرمته الشريعة، إذ لم يبلغ من تغليظ أمر أراد الإسلام إبطاله ما بلغ من تغليظ الربا لما فيه من أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم[1].

المطلب الثاني: دور هيئة البورصة في الجزائر في إقامة بورصة إسلامية بالاعتماد على ماليزيا

أعلن المدير العام لبورصة الجزائر، عن دخول شركات جديدة السوق المالية قبل نهاية العام الجاري، وستكون البداية بشركة "الإسمنت عين الكبيرة" التي ستدخل البورصة قبل نهاية جوان، ويؤكد بن ميهوب، بأن البورصة لا يجب أن تقتصر على الشركات العمومية، وقال بأن المجال مفتوح أمام الشركات الخاصة الكبرى، وشدّد المسؤول على ضرورة تنويع المنتجات المالية أمام الجزائريين ومنحهم حرية اختيار المنتوج الذي يناسبهم.

وبورصة الجزائر يمكنها أن تؤدي دورا كبيرا في استقطاب الأموال والادخار، لأن مردودية الاستثمار على مستوى البورصة تفوق كل المعدلات التي تقدمها المصارف، فعلي سبيل المثال تراوحت نسبة مردودية الأسهم في 2014 ما بين 3,25 إلى 7 بالمائة، إضافة إلى ذلك فإن هذه المردودية معفاة من الضرائب، وهذه المردودية تتجاوز مستوى التضخم، كل هذه العوامل تسمح للبورصة بلعب دور كبير في استقطاب الأموال المتداولة، لكن بالمقابل يجب أن يجد المستثمر الأسهم التي تناسبه فمن غير الممكن أن تستقطب تلك الأموال مع وجود أربع شركات فقط.

يجب أن نعرف قبل أي شيء الهدف المرجو من أي عملية مالية، وهناك علاقة مترابطة بين الأهداف والإقبال على الاستثمار في الأسهم، كلما كان الهدف واضحا ومحددا يكون المستثمر في وضع أكثر أريحية، وزير المالية تحدث في أكثر من مناسبة بأن هذه الأموال التي ستستقطب ستوجه للمشاريع الكبرى التي لها مردودية كبيرة. ومن جهة أخرى، هو قرض وسند سيادي لا يحمل أي مخاطر وله مردودية تعادل ضعف ما

[1]- خديجة شوشان، رائد نصري أبو مؤنس، مرجع سابق، ص14.

تقدمه البنوك، وهي كلها عوامل سوف تشجع الجزائريين على الإقبال لشراء هذه السندات والحصول على أموال كبيرة.

قامت بورصة الجزائر في نوفمبر الماضي بتوقيع اتفاقية مع شركة «تداول» بورصة المملكة العربية السعودية التي تعد من البورصات الرائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في مجال الصكوك الإسلامية، وهذا حتى تبرز بأن تداول الأسهم في البورصة يمكن أن يتوافق مع الشرع [1]، وتمّ الاتفاق مع البورصة في العربية السعودية على الاستفادة من التجربة والعمل معا على تطوير منتجات مالية بديلة بما في ذلك الصكوك الإسلامية. كل ذلك يدخل ضمن إستراتيجية تطوير البورصة لنصل في النهاية إلى مرحلة يكون فيها أي مواطن أو مستثمر أمام عدة منتجات مالية، وله كامل الحرية لاختيار العرض الذي يناسبه.

المطلب الثالث: معوقات إقامة بورصة إسلامية في الجزائر

لسوق رأس المال الإسلامي أهمية بالغة في دعم التنمية الاقتصادية للمجتمعات: وذلك من خلال معالجة الاكتناز وتشجيع التوظيف: الا أنها رغم ذلك لازالت تواجه تواجهها مجموعة من العقبات، والتي يمكن تلخيصها في مجموعتين أساسيتين:

1-المعوقات المتعلقة باقتصاديات الدول الإسلامية:

من البديهيات المسلم بها أنه لا يمكن تطوير أسواق الأوراق المالية بمعزل عن التطورات والأوضاع الاقتصادية لهذه الدول، وعليه فإن أهم المعوقات في هذا الجانب تتمثل في: عدم استقرار البيئة الاقتصادية الكلية، تدهور معدلات النمو الاقتصادي، انخفاض مستويات الدخل الفردي.

2-المعوقات المتعلقة بأسواق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص هذه المعوقات في النقاط التالية[2]:

-ضعف الوعي الاستثماري بسبب انخفاض مستويات الدخل الفردي.

[1]- الموقع الالكتروني، تاريخ الاطلاع:2017/04/28. http://www.annasronline.com/

[2]-محمد براق، شوقي جباري، عبد الحميد حفيظ، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة حالة الجزائر، بحث مقدم ضمن المؤتمر الدولي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2004، ص13.

-ضعف القوانين والتشريعات المنظمة للتعامل في السوق المالي، منها على سبيل المثال لا الحصر غياب محاكم اقتصادية متخصصة في فض النزاعات الاقتصادية.

- عدم فعالية هيئة سوق المال في كثير من الدول بإشاعة المعلومات اللازمة بطريقة مبسطة تكفل إقبال المستثمرين على تداول الأوراق المالية المقيدة بسوق المال.

- قصور آليات العمل بسوق الأوراق المالية بسبب انخفاض كفاءة السوق وضعف نظام المعلومات وضعف الإفصاح المالي ومهنة تدقيق الحسابات والرقابة على الشركات.

-الافتقار إلى الشركات صانعة السوق التي تعمل على إحداث توازن بين الكمية المعروضة من الأوراق المالية المطلوبة، إذ تقوم هذه الشركات بتنشيط السوق في أوقات ضعف التعامل على الأوراق المالية، كما تعمل هذه الشركات على المحافظة على سوق عادلة ومستقرة الأسعار، وذلك بالتدخل في السوق عكس اتجاهها للحد من تأثير المضاربات المبالغ فيها (من التصرفات غير الرشيدة لبعض المتعاملين في السوق).

- تتميز بورصة الجزائر بضيق نطاقها من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء، ويرجع ذلك إلى:

- محدودية العرض بسبب انتشار الشركات المغلقة وضآلة الأوراق المالية الحكومية المقيدة في معظم بورصات الدول الإسلامية، واعتماد الحكومة بدرجة كبيرة على سوق النقد في تمويل احتياجا تها المالية واستمرار تملك الحكومة لنسبة كبيرة من أسهم الشركات.

- افتقار السوق المالي إلى شركات متخصصة في الاكتتاب إلى جانب غياب المؤسسات المساندة وصانعة الأسواق، ومؤسسات الإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة ومؤسسات الترويج.

-محدودية الفرص الاستثمارية بسب عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار في معظم أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وهذا ما ساهم في عدم إتاحة عرض كاف ومتنوع من الأدوات المحدودية الفرص الاستثمارية بسب عدم تنوع الأدوات المالية المعروضة للاستثمار في معظم أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية، وهذا ما ساهم في عدم إتاحة عرض كاف ومتنوع من الأدوات المالية أمام المستثمرين لاختيار ما يناسبهم من هذه الأوراق تؤدى هذه الصفات الرئيسية السابقة إلى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمر لتنويع محفظة أوراقه المالية.

-والأهم من ما تقدم كله، هو عدم التوافق بين الأسس والمرتكزات القائمة عليها أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية ومبادئ وقيم الفرد المسلم في هذه الدول، حيث أدى هذا إلى نفور الأفراد من الاستثمار

داخل هذه الأسواق خاصة مع تنامي الوازع الديني وانتشار المؤسسات المالية الإسلامية من مصارف وصناديق استثمار وشركات تكافل... الخ[1].

-عدم شيوع الأدوات الاستثمارية الإسلامية مقارنة بالأدوات الاستثمارية المرتبطة بالفائدة.

-فعند إطلاق البورصة كانت الجزائر لا تزال تعاني تبعات العشرية السوداء، إضافة إلى غياب الوعي بدور ومهام البورصة لدى المستثمرين والمواطنين، هي عوامل لم تساعد البورصة على أداء مهامها. كما أن التحفيزات التي منحتها السلطات العمومية لتشجيع الاستثمارات، خاصة ما يتعلق بالقروض البنكية وسهولة الحصول عليها لم يشجع المستثمرين على اللجوء إلى السوق المالية.

3-عوائق تتعلق بالإطار التشريعي والتنظيمي الجزائر:

كغيرها من الدول العربية تعمل لحد الآن على استكمال بناء البورصة سواء على مستوى الإطار التنظيمي أو القانوني وخير ذليل على ذلك عدم توقف المراسيم عن الصدور فعلى سبيل المثال صدور 03 بتاريخ 2003 الذي حاول المشرع ومن خلاله معالجة بعض نقاط النقص - المرسوم التشريعي رقم 04 التي ظهرت في البورصة الجزائرية بعد 4 سنوات من نشاط وما يلاحظ أيضا على البنية التشريعية المتعلقة ببورصة الجزائر هو عدم وضوح القوانين الآتية:

- القوانين المتعلقة بتحويل توزيعات الأرباح والفوائد المحصل عليها والناتجة عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- القوانين المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والمتعاملين في البورصة.
- عدم مرونة الجهاز التشريعي في مجال تحسين مناخ الاستثمار[2].

[1]-نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص، مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011/2010، ص،71.

[3]- إلهام طراد، مروى مزهودي، مرجع سابق، ص،92.

خلاصة الفصل:

يتمتع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتنوع أدواته وخدماته، ويرجع ذلك للدعم الكبير من طرف الحكومة الماليزية لتطوير سوقها المالي وكذا ابتكار منتجات مالية إسلامية تتوافق مع رغبات المستثمرين، وحاليا تعمل الجزائر على إرساء مقومات أساسية لإنشاء بورصة إسلامية من خلال تطبيق النموذج الماليزي.

إلا أن الجزائر لا تزال تواجه التحديات كون بورصة الجزائر تتميز بصغر حجمها ومحدودية أدوا تها المالية، كما أن هياكلها التنظيمية والتشريعية يعتريها الضعف من المعوقات سواء كانت هيكلية في الاقتصاد الوطني أو في طبيعة الهيكل التنظيمي للبورصة.

تمهيد:

لما كانت السوق المالية الإسلامية هي المرآة التي تعكس الحالة الإقتصادية لدولة ما، كان من الضروري تنظيمها بقوانين ولوائح تحكم إجراءات التعامل فيها، وتسهل عمليات تبادل وتداول الأوراق المالية الإسلامية فيها وذلك حتى لا تتعرض للمقامرات والمضاربات التي تؤدي إلى الإنحراف بالمدخرات عن الإستثمار في المشروعات التي تحتاجها التنمية الإقتصادية في الدول الإسلامية.

وهذا ما سوف نعرضه من خلال التطرق للمباحث التالية:

المبحث الأول: التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية.

المبحث الثاني: آلية العمل في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: الأدوات المتعامل بها في السوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول:
التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية

يقصد بالتنظيم الإداري للسوق المالية؛ مختلف التنظيمات التي تتولى إصدار القرارات والقواعد واللوائح، التي تنظم العمل وكل ما من شأنه أن يكفل للسوق الإسلامية الاستمرارية، والانضباط وسير المعاملابسهولة.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية

يتولى إدارة السوق المالية الاسلامية والاشراف عليها العديد من الأجهزة، يمكن توظيحها كما يلي:

1 – الجمعية العامة ولجنة السّوق المالية الإسلامية :

يمكن توضيح مفهوم ومهام كل من الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية كما يلي :

1-1 – الجمعية العامة للسوق المالية الإسلامية:

تتكون من الأعضاء العاملين في السّوق (السماسرة)، والأعضاء المنظمين المتمثّلين في: البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسّسات المالية الإسلامية العاملة في السوق[1].

وتختص الجمعية العامة للسّ وق بالمهام التالية:

- إنتخاب مجلس إدارة السوق؛
- دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق؛
- الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام؛
- التصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات؛

1-2- لجنة السّوق المالية الإسلامية (مجلس الإدارة):

تتكون لجنة السوق المالية الإسلامية وكما هو معمول به في، نظيرتها التقليدية؛ من 17 عضو، يتم إنتخابهم لمدة سنتين ويتوزعون على النحو التالي:

- تسعة أعضاء من السماسرة؛
- خمسة من الأعضاء المنضمين؛

[1]- علي كنعان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، مطبعة الروضة، سوريا، ط 1، 2009، ص، 69.

– ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص، وغالبًا ما يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية؛

1-3- اختصاصات لجنة السّوق المالية الإسلامية:

تختص هذه اللّجنة بالمهام التالية:

– تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السّوق، وتتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة المتعاملين فيها؛ وضمان حسن سير وسمعة السوق؛

– تنفيذ القوانين واللّوائح للتعامل في السوق، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها ؛

– الإشراف على الأسعار، كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان عنها ؛

– قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء؛

– قبول الأوراق المالية المتداولة في السّوق أو رفضها في حالة عدم استيفائها للشروط المعلن عنها[1]؛

2 – اللّجان الفرعية للسّوق المالية الإسلامية:

تقوم لجنة السوق فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها؛ وذلك بقدر ما تستلزمه اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق، ومن أهم هذه اللجان:

2-1 – لجنة التأديب:

تختص هذه اللّجنة بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها، وكذلك بالنّظر في مختلف المسائل التي تمس حسن سير العمل وإستتباب النظام في السوق، وذلك بناءً على الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب.

2-2 – لجنة التحكيم:

تختص هذه اللّجنة بالفصل في الخلافات والمنازعات التي تحدث بين أعضاء السوق، والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أوبينهم وبين عملائهم، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.

2-3- لجنة المراقبة:

تختص هذه اللّجنة بمراقبة أعمال السّوق، حيث تقوم بما يلي:

– تراقب هذه اللّجنة صحّة تنفيذ القرارات واللّوائح والقوانين؛

[1]- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، ط 1، 2009، ص، 89.

– تراقب نشاط التداول في القاعة وتعمل على ضمان حسن سير العمل فيها؛

– التأكد من مدى التزام السماسرة بتنفيذ أوامر عملائهم؛

– التأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسلّم والتسليم؛

– تملك اللّجنة سلطات معينة لضبط النظام، كإخراج المخل بالنظام أو فرض غرامة أو إحالة المخالف إلى لجنة التأديب أو إلى اللّجنة العليا للسوق، لإتخاذ العقوبات والإجراءات اللّازمة.

2–4 – لجنة التسعيرة:

تقوم هذه اللّجنة بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة، فمن خلال يُعلن عن الأسعار التي تم بموجبها التداول الفعلي للأوراق المالية المقيّدة بالسوق.

2–5– لجنة قيد الأوراق المالية:

تقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول أو رفض طلبات الشركات التي ترغب في إدراج المالية في جدول الأسعار، وذلك وفق ما تقتضي المعايير والشروط المنصوص عليها في اللاّئحة العامة للسوق.

2–6 – لجنة قبول السماسرة:

تتضمّن قوانين ولوائح السّوق المالية الإسلامية أدق الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة، وتقوم هذه اللّجنة بمهمّة قبول السماسرة وفقًا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق.

2–7– لجنة المقاصة:

من خلال هذه اللّجنة يتم تسوية مختلف المعاملات التي تتم بين البائعين والمشترين أو بين الدائنين والمدينين، ويكون ذلك وفق قواعد ونماذج معيّنة ومعتمدة، وذلك تسهيلا لإجراءات التعامل في السوق واحتياط ضد الخلافات المتوقعة[1].

المطلب الثاني: أعضاء السوق المالي الإسلامي وأحكامهم الفقهية :

يقصد بأعضاء السوق هنا: الأفراد أو شركات الذين يعينون في السوق للقيام بأعمال الوساطة، أو بيع و شراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

[1]- مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص، 90.

1- الوسطاء :

1-1-مفهوم الوسيط:

يطلق الوسيط على من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة نيابة عن العملاء، كما يطلق عليه في بعض الأسواق بلفظ (السمسار). ويطلق لفظ الوسيط في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية للدلالة على معنى واحد، إلا أن لكل سوق استعمالا خاصا.

1-2 – مفهوم السمسار:

هو الشخص أو الهيئة الذي يتخصص في إيجاد الصلة بين الراغبين في شراء الاسهم و السندات، في البورصة ــ سوق رأس المال ــ وبين الراغبين في بيعها.

وعرف سمسار البورصة بأنه: (وكيل بالعمولة)، يقومون بالتوسط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، في أسواق البورصة وشرائها [1].

2 – الحكم الفقهي للوساطة في الأوراق المالية:

تبين مما سبق أن لفظ الوسيط في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية مرادف للفظ السمسار، وهو اللفظ المستعمل عند الفقهاء، ولذا فإن الحكم الفقهي للوساطة في بيع وشراء الاوراق المالية أو غيرها تطلب من المواضع التي تحدث فيها الفقهاء عن السماسرة وأحكامهم؛ حيث لا يختلف معنى السمسار في اصطلاح الفقهاء عن معناه في اصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية[2].

– حكم الوساطة (السمسرة) في البيع والشراء:

تناول الفقهاء أحكام السماسرة في أبواب متفرقة من كتب الفقه، ذاكرين إسم سمسار تارة، وذاكرين عمله(وهو تولي البيع والشراء) تارة أخرى.

إتفق الفقهاء من أصحاب المذاهب الأربعة على جواز السمسرة في البيع والشراء وأخذ الأجر عليها، من حيث الأصل، وإن وجد خلاف بينهم فيها من حيث نوع العقد الذي يرد عليها. وقد نقل جوازها عن بعض السلف، كما نقلت كراهتها عن بعضم.

---

[1]- محمد الأمين ولدعالي، مرجع سابق ص، 339.

[2]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر، الرياض، السعودية، ط 1، 2005 ص، 19.

* هو أبو أحمد محمد عطاء بن أبي رباح أسلم بن صفوان، المالكي، التابعي، مفتي الحرم، كان فقيهاً، عالماً، كثير الحديث، ولد أثناء خلافة عثمان رضي الله عنه، و مات سنة 115 هـ.

وممن نقل عنه جوازها: ابن عباس ــ رضي الله عنه ــ وعطاء، وابراهيم، والحسن البصري، رحمهم الله، وقال الإمام البخاري ــ رحمه الله ــ:" باب أجرة السمسرة "، ولم يرى إبن سرين وعطاء* وإبراهيم والحسن، بأجرة السمسار بأساً.

وممن نقل عن كراهتها: حماد بن أبي سليمان، وسفيان الثوري ــ رحمهما الله ــ أما حماد ــ رحمه الله ــ فالمنقول عنه كراهة السمسرة، إذا لم تقدر أجرة السمسار، لا كراهتها مطلقاً.

3 – تحديد أجرة السمسار:

تتم محاسبة عمولة السمسار في بورصة الأوراق المالية بإحدى الطرق التالية[1]:

– تحديد نسبة من مبلغ البيع أو الشراء؛

– تحديد مبلغ معين عن كل صفقة يبيعها السمسار أو يشتري؛

وللفقهاء في هذه المسألة قولان هما:

الأول: الشافعية والمالكية و الحنفية، قالوا بعدم جواز الأجرة بالنسبة الجهالة، فالإجارة بهذه الطريقة غير صحيحة، وأن السمسار يستحق أجر المثل على عمله هذا.

الثاني: الحنابلة وبعض المالكية، قالوا يجوز تحديد نسبة معلومة واستدلوا بحديث ابن عمر: "أن الرسول صلى الله عليه وسلم، عامل أهل خيبر بشرط ما يخرج من تمر أو زرع". فلم يكن أهل خيبر يعرفون مقدار الخراج، فقد يزيد وينقص، إلا أنهم كانوا يعلمون مقدار مالهم وهو الشرط، وهذه مزارعة وهي نوع من المشاركة.

والمرّجح هو: القول الثاني، وذلك لعدم وجود تلك الجهالة في البورصة، لأن الغالب فيها هو تحديد عدد وثمن الأوراق المالية، وفي الحالات التي يترك التحديد إلى تقدير ورأي السمسار، أو قوى السوق، فلا شك أن هناك قدراً من الهالة، يؤثر في صحة العمل.

4 – شروط عمل السمسار في الفقه الاسلامي:

يشترط في الشخص الذي يعمل بوظيفة سمسار توافر الشروط التالية:

– الأهلية، هي الصلاحية أي صلاحية الانسان لوجوب الحقوق المشروعة له وعليه.

– علم السمسار بالعمل المطلوب منه، يشترط في السمسار أن يكون على علم بما يطلب منه من عمل وذلك لما يلي:

[1]- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص، 439.

– إن الغرض من إجراء عقد السمسرة بين السمسار والعميل، هو وساطة السمسار في إتمام صفقة معينة ، ولا يمكن للسمسار القيام بذلك إلا إذا كان على علم تام بما يريده العميل الذي قام بتوسيطه.

– إن السمسار يستحق الأجر مقابل العمل، فإذا لم يعمل كان وجود عمله كعدمه، ولا يستحق شيئاً[1].

— صدور إذن من العميل، يشترط لقيام السمسار بالعمل المنوط به أن يصدر إذن من العميل يجيز له العمل وذلك لما يلي:

* أن العميل هو صاحب التصرف في ماله؛

* إن السمسار و كيل ينوب عن العميل في عمل ما، والأصل أنه لا يجوز للوكيل البدء في العمل إلا بعد السماح له من الموكل بذلك؛

* إن قيام السمسار بعمل بدون إذن من العميل يعد تصرفا في غير موضعه، ولا يترتب عليه أي أثر؛

المطلب الثالث: الرقابة الشرعية على السوق المالية الإسلامية

في الإطار التنظيمي للسوق المالية الاسلامية، وهو أهم مباحث البنية التحتية التنظيمية المالية الإسلامية ولكي تقوم السوق المالية الإسلامية قوية، يجب أن تتضمن في قانونها الأساسي النص على أوجه الرقابة الشرعية.

1 – الرقابة الشرعية على السوق المالية الإسلامية:

تعتبر الرقابة الشرعية رديفة للرقابة القانونية على المؤسسات والأسواق المالية الإسلامية، و هي مطابقة إلى حد كبير هذه الأخيرة، وخاصة في سلطة الفحص والمراجعة للأدوات المالية والعمليات المعمول بها في السوق المالية[2].

1-1- مفهوم الرقابة الشرعية:

تعني الرقابة الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، وجود هيئة أو إدارة تراقب ما تقوم به من أعمال، وتتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية.

وهذا التعريف مهم يتناول أساساً مهمة الرقابة الشرعية، وهي الإشراف والرقابة على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية عموماً، حتى تقوم السوق قوية وصحيحة في إستثماراتها وشرعيتها.

[1]-محمد أحمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص، 148-149.

[2]- شافية كتاف، مرجع سابق، ص، 77.

2- هيئات الرقابة الشرعية للأسواق المالية الإسلامية:

إنها هيئات الرقابة والفتوى الشرعية؛ وهي لجان تتكون من فقهاء المختصين بالشريعة الإسلامية، المعلمين بالإقتصاد الإسلامي من ذوي الخبرة والمعرفة، ويناط بهم التثبيت والتوجيه والإشراف على الأعمال والأنشطة في الأسواق بصفة عامة، والأسواق المنظمة بصفة خاصة، وعادة ما تعين الجمعية العمومية أو مجلس إدارة السوق؛ هيئة الرقابة الشرعية في السوق المالية الإسلامية، كما يعين مجلس الإدارة دون الرجوع للجمعية العمومية؛ مراقبا شرعيا لأعمال السوق عامة، حيث يراقب كافة أعمال السوق والتأكد من مدى مطابقتها للفتاوى الصادرة من هيئة الرقابة والفتوى الشرعية في السوق [1].

3- وظائف هيئة الرقابة الشرعية:

للرقابة الشرعية وظائف تؤديها في مجال تنظيم الأسواق المالية الإسلامية أحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك التدقيق في المعاملات الجارية، ومن أهم الوظائف المنوطة بهيئة الرقابة الشرعية في المجالات التالية:

- إصدار الفتاوى الخاصة بأنشطة الشركة؛
- مراقبة أعمال الشركة للتأكد من مطابقتها للفتاوى الصادرة عن هيئة الفتوى والرقابة الشرعية بالشركة؛
- مراجعة جميع اللوائح ونماذج العقود والإتفاقيات المتعلقة بمعاملات الشركة للتثبيت من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية؛
- دراسة التقارير المراقب الشرعي بشأن تدقيق عمليات الشركة المنفذة، ومدى التزامها بأحكام الشريعة؛
- تقديم تقرير سنوي شامل لما تم عرضه على مجلس الهيئة الشرعية؛
- مهام الهيئة الشرعية، إجازة المنتجات المالية المتمشية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- تصدر الهيئة الشرعية لائحة خاصة تحدد فيها مهامها، وتنظيم اختصاصاتها؛
- إجازة كا الأدوات المالية وأنواع الاتفاقيات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية؛
- التعاون والاتصال المستمر مع هيئات المراقبة والمراجعة الاسلامية كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛

[1]-شافية كتاف، مرجع سابق، ص، 78.

المبحث الثاني

اجراءات العمل في السوق المالية الإسلامية

يتناول هذا المبحث إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية، ابتداء من عملية قيد الأوراق المالية الإسلامية وشروطها ومزاياها وإجراءاتها، مروراً بأوامر السوق المالية الإسلامية، التي تعتبر نقطة بدء في عمليات السوق المالية الإسلامية، ثم كيفية تحديد الأسعار في السوق المالية الإسلامية.

المطلب الأول: قيد الأوراق المالية الإسلامية (الإدراج)

يُقصد بقيد الأوراق المالية، إدراجها في الجداول الخاصّة لسوق الأوراق المالية، ويترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تتطلّبها القوانين واللّوائح التنفيذية والقرارات التي تُصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق. ويتم قيد الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية، بناءً على طلب من الجهة المصدرة لهذه الأوراق، ويتوقف قبول قيد الأوراق أو شطبها على قرار إدارة السوق، وفقًا للقواعد التي يضعها مجلس إدارة هيئة السوق المالية وفتاوى وتعليمات هيئة الرقابة الشرعية.

1- دوافع ومزايا قيد الأوراق قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية:

هناك العديد من المزايا التي تدفع الشركات للدخول إلى السوق وقيد أوراقها المالية، ومن هذه المزايا:

1-1 – تحسين فعالية الشركة:

ويتحقق ذلك من خلال العناصر التالية:

– الترويج والدعاية ونمو الشركة، إنّ قيام الشركات بقيد أوراقها المالية في السّوق سيُتيح لها الفرصة للترويج الدعاية عن نفسها، وعن نشاطاتها المختلفة، وذلك من خلال الظهور في نشرات التداول اليومية وكافة مطبوعات السوق، وهو ما يؤدي إلى زيادة المعرفة الوثيقة بها ، كما تتيح أيضاً إمكانية تحسين شهرتها ومكانتها بين المؤسسات الأخرى[1].

– دعم الطاقات الداخلية للشركةمن خلال: تعبئة موظفي ومساهمي الشركة، وإقناعهم بضرورة التسيير الجيد لموارد الشركة ونشاطاتها؛

[1]-حمدي شحدة زعرب، محاضرات في الأسواق المالية، الجامعة الإسلامية، كلية الإقتصاد، فلسطين، 2006، ص، 27.

1-2 – زيادة فرص وإمكانيات التمويل الإضافي:

يؤدّي دخول الشركات إلى السوق المالية إلى تدعيم أموالها الخاصة وتسهيل عملية زيادة رأسمالها دون اللّجوء إلى التمويل الربوي والاستدانة، وهو ما يؤدّي إلى مضاعفة إمكانيات تمويلها وحصولها على أفضل الشروط للتمويل.

1-3 –توفير المعلومات الضرورية للشركات والمستثمرين:

- بالنسبة للشركات يمكنها الاستفادة من المعلومات التي تقدمها السوق المالية حيث:

*يوفّر السوق المالي تقييمًا دقيقًا للشركات المدرجة، لأنّ أداء هذه الشركات ينعكس مباشرة على سعر الورقة المالية المدرجة؛

* يمكن للشركات المدرجة أن تحصل على جميع المعلومات الحديثة والدقيقة الخاصّة بجميع التداولات التي تمت على أوراقها المالية في فترة زمنية وجيزة وعن أي فترة زمنية في العام.

- أمّا فيما يخص المستثمرين:

* توفّر السوق المعلومات اللّازمة للمستثمرين والتي تساعدهم على إتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

* إمكانية تحويل الأوراق المالية المقيّدة إلى سيولة أو العكس وبسرعة، من خلال معرفة المستثمرين لأسعار الأوراق المالية المقيدة و بصورة مستمرة[1].

1-4– تحسين الوضعية المالية للشركة:

ويتم ذلك من خلال وضع إستراتيجية مالية أكثر استقرارًا، وتحقيق نمو أفضل بما يضمن بقاء الشركة في السوق، وعليه فإنّ الشركات المدرجة في السوق تكون أكثر فاعلّية.

1-5 – توسيع دائرة المساهمين وتنويع الخيارات للمستثمرين:

يؤدّي قيد الأوراق المالية إلى توزيع الإصدارات على نطاق واسع بين الجمهور، ممّا يؤدّي إلى زيادة اهتمامهم فيما يتعلق بالشركة من حيث نموّها ونجاحها.

2– شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية الإسلامية في السوق:

يُقصد بشروط القيد والإدراج مجموعة المتطلبات التي تقوم الشركة بتحقيقها وتلبيتها حتى تكون الأوراق المالية التي تصدرها قابلة ومؤهلة للتداول في السوق المالية، وتوفير المعلومات الضرورية والمنتظمة عن الشركات المدرجة لعموم

[1]- نعيم حسني دهمش، الإطار التنظيمي للمحاسبة، المجمع العربي للمحاسبين القانونين، الأردن، ط 1، 2007، ص، 397.

المستثمرين، سواءً عن أنشطتها أو خططها واستراتيجياتها، وهو ما يحفّز المستثمرين ويساعدهم على التداول المعلومات المالية المنشورة عن الشركة، ويمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق للعناصر التالية[1]:

2-1- المعلومات والبيانات اللّازمة لقيد الأوراق المالية:

تتّفق معظم الأسواق على ضرورة توافر مجموعة من المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها لغرض عملية القيد، والتي يمكن أيضًا للسوق المالية الإسلامية أن تفرضها وتطبّقها، ومنها:

- معلومات عامّة عن الشركة المصدرة، من حيث: رأس المال، طبيعة رأس مال الشركة، أنواع وعدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، تاريخ الشركة؛
- معلومات مالية عن الشركة المصدرة، من حيث: الأرباح والخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي للشركة ؛
- معلومات عن العمليات التجارية للشركة، من حيث طبيعتها، وكيفية القيام بها، مكان العمل التجاري الرئيسي، الموقع، وحجم المؤسسات الرئيسية، متوسط عدد العاملين بها؛
- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة، من حيث: أسما هم وعناوينهم، عملهم الوظيفي داخل الشركة، تفاصيل عن حصة كل عضو في الأوراق المالية؛
- معلومات مفصّلة عن الشركة المصدرة وعن الأشخاص المسؤولين عن بنود الأدراج، مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين؛
- معلومات عن الأوراق المالية، من حيث طبيعة الأوراق المالية، من حيث: سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها؛ والحقوق القانونية للأوراق المالية.

2-2 - الشروط العامة والمشتركة لقيد الأوراق المالية:

رغم أنّ شروط قيد الأوراق المالية قد تختلف من سوقٍ لآخر، فقد تكون متشدّدة في بعض الأسواق وسهلة في البعض الآخر، وعمومًا فإنّ أغلب الأسواق تضم شروط ومتطلّبات للقيد، تنحصر مواضيعها عادة فيما يلي:

- شروط تتعلّق بمطابقة تأسيس الشركة لأحكام نظام الشركات؛
- شروط تتعلّق بحجم الشركة من حيث رأس مالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة؛
- شروط تتعلّق بعدد المساهمين الذين يملكون الشركة؛
- شروط تتعلّق بالفترة التي مضت على الشركة منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ تقديم طلب الإدراج؛

[1]- نعيم حسني دهمش، مرجع، ص، 398 .

– شروط تتعلّق بربحية الشركة: حقوق المساهمين، حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح؛

– شروط تتعلّق بسيولة الأسهم ومعدل دوران السهم؛

– شروط تتعلّق بالتزام الشركة بالإفصاح وإعلام السّوق بأيةّ معلومات أو أخبار ضرورية التي تؤثر على سعر سهم الشركة، بالإضافة إلتزامها بنشر التقارير المالية في الوقت المحدد لها[1]؛

2-3 – التزامات الشركة بعد عملية قيد الأوراق المالية:

يمكن القول أنّ شروط ومتطلّبات قيد الأوراق المالية تنقسم إلى :

* شروط أولية: هي الشروط التي تسمح للشركة بأن تكون مؤهّلة ومقبولة في السوق المالية، وتتعلّق ب: حجم الشركة، الأرباح وعدد المساهمين؛

* شروط مستمرة: وهي الشروط التي تساعد على الإفصاح عن المعلومات والأخبار الضرورية، حتى تكون السوق المالية على إطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة وأوضاعها المالية، من خلال التزام الشركة بتقديم التقارير المالية اللّازمة، والإبلاغ الفوري عن كل الأحداث والحقائق والمعلومات التي يمكن أن تؤثر على سعر الشركة[2].

3 – إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية الإسلامية في السوق:

يمكن توضيح إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية والشروط والمخالفات التي توجِب تعليقها وشطبها فيها في العناصر التالية:

3-1- إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق:

وهي المرحلة التي يتعيّن على الشركة أن تحضِّر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد إطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلّبات القيد في السوق المالية الإسلامية، وأثناء فترة التحضير يتوجّب على الشركة القيام بمايلي:

– محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات التي تأتي بعد عملية القيد الفعلي، بما في ذلك: الإفصاح ونشر المعلومات، توزيع الأرباح، مراقبة الحسابات، وينبغي التأكّد من تقيق هذه العملية لأهداف المؤسّسة خاصّة فيما يتعلق بالنمو؛

– قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتّفاق على سعر معيّن لها وذلك حتى لا تؤثر سلبًا على المساهمين القدامى من جهة، وأن تلقى رضا المستثمرين من جهة أخرى؛

[1]- عبد العزيز الربعي، تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق السعودية، جريدة الرياض، مؤسسة اليمامة، العدد 13، السعودية، 2005، ص، 26.

[2]- عصام فهد العربيد، الإستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا، سوريا، ط 1، 2002، ص، 33 .

– ينبغي للشركة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم ولا يتحقّق لها ذلك إلا من خلال تغيير رأسمال الشركة، ولذلك تلجأ إلى زيادته من خلال دمج الاحتياطيات، أو التقليل من قيمة الأسهم مع زيادة عددها؛

– التحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية؛

– إختيار الشركة لوسيط مالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد، ومتابعة تصوّرها بدقة أثناء و بعد عملية القيد الفعلي؛

– تقوم الشركة بتكوين وتحضير المستندات اللّازمة التي تتطلّبها السوق لعملية القيد[1]؛

3-2- تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة في السوق:

إذا خالفت الشركات المقيّدة شروط ومتطلّبات القيد المتّبعة، قد تتعرض لتعليق وشطب أوراقها المقيّدة في السوق، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع وهي:

– التعليق المؤقت، يُقصد به وضع إسم الشركة المخالفة لأحد شروط القيد في سجل خاص للشركات وبصفة مؤقتة، لمنحها فرصة تعديل أوضاعها بما يتناسب والشروط الموضوعة، وذلك خلال مدّة تحددها هيئة السوق المالية، وتتم الإشارة إ هذا التعليق على شاشة التداول؛

– التعليق التدريجي، يُقصد به تحويل قيد أوراق الشركة من السوق الأولي إلى السوق الثانية، وذلك في حالة عدم تصويب الشركة لأوضاعها التي سبّبت لها التعليق المؤقّت خلال المدّة المحدّدة لها؛

– التعليق الدائم، ويقصد به شطب قيد أوراق الشركة من التداول في السوق، ويحق لهيئة السوق المالية أن تقرّر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المدرجة لعدّ ة أسباب أهمها:

– في الحالات التي يتم فيها تخفيض رأس مال الشركة؛

– في الحالات التي يتم فيها إندماج الشركة أو تصفية الشركة وإعلان إفلاسها؛

– في حالة انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون نسبة مع معيّنة، وقد حدّدتها بعض الأسواق ب 25 % من رأس المال المدفوع؛

– توقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 03 أشهر دون ذكر الأسباب التي برّرت هذا التوقف؛

– عدم قيام الشركة بتزويد هيئة السوق المالية بالتقارير المالية الدورية خلال الفترة المحدّدة للنشر؛

[1]- عبد العزيز الربعي، مرجع سابق، ص، 28.

– عدم التزام الشركة بالأنظمة والتعليمات المطبّقة من قبل الجهة المشرفة، وعدم التزامها بشروط ومتطلّبات القيد والإفصاح المعتمدة؛

– في حالة قيام الشركة بممارسة أنشطة تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية مثل صناعة أو بيع الخمور، القمار، الملاهي، أو الإقراض الربوي،أو أنّ عائد الورقة يكون على أساس الربا لا على أساس الربح[1].

المطلب الثاني: أوامر السوق المالية الإسلامية

تعتبر الأوامر الأساس الذي يحدد كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية وبالتالي يجب أن تكون الأوامر الصادرة من عند المستثمر إلى الوسيط محددة بدقة، أي نوعية العملية سواء شراء أو بيع وعليه فإن دقة صياغتها وضرورة فهما يمثلان عنصران أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعينة وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة.

1 – مفهوم أوامر السوق المالية الإسلامية:

ويقصد به التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري من البورصة بعض أوالأوراق المالية التي يعينها له، وتأخذ هذه الأوامر عدة أشكال وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم يكن هناك تعليمات تخالف ذلك[2].

2 – أنواع أوامر السوق المالية الإسلامية:

وتتنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق المالية –سواء أكانت أوامر بيع أم أوامر شراء– وفقًا لاعتبارات متنوعة، إلى الأنواع الآتية:

2–1 – أوامر من حيث تحديد السعر أو عدمه:

وتتنوع إلى الأنواع التالية:

– الأمر محدد السعر، وهو الأمر الذي يحدد فيه الموكل السعر الذي يريد أن يبرم به السمسار العقد.

– الأمر السوقي، وهو الأمر الذي يطلب فيه الموكل من وكيله السمسار أن يبيع أو يشتري له عددا معينًا من الأسهم بالسعر السائد في السوق دون أن يحدد له السعر، وهو يقتضي أن يجتهد السمسار في تحصيل أفضل الأسعار

[1]– بوعزة عبد القادر، إجراءات الدخول والتمويل من خلال بورصة القيم المنقولة في الجزائر، الملتقى الوطني" أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الإقتصاد الجزائري"، أدرار، 2007، ص، 14.

[2]– عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار _دراسة تجارب دولية_، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة شلف، 2016، ص، 35.

للموكل وذلك بأن يبيع بأعلى الأسعار التي يعرضها طالبو الشراء، في حالة الأمر بالبيع وأن يشتري بأدنى الأسعار التي يطلبها مريدو البيع في حالة الأمر بالشراء.

– الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال، وهو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شرائها بسعر الفتح وهو السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند إفتتاح التعامل في السوق أو بسعر الإقفال، وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول.

– الأمر الموقوف وهو الأمر الموقوف تنفيذه على بلوغ الأسعار في السوق سعراً محدداً من قبل الموكل بحيث لا يكون للسمسار تنفيذ الأمر، إلا إذا وصلت الأسعار في السوق إلى ذلك السعر المحدد، أو تجاوزته.

2–2 – أوامر من حيث توقيت الأمر:

– الأمر المؤقت بمدة معينة (كيوم، أو أسبوع، أو شهر، أو أكثر)؛ فالأمر المؤقت بيوم يظل قابلاً للتنفيذ إلى نهاية ذلك اليوم الذي صدر فيه وهذا يعني أنه إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه خلال الساعات الباقية من اليوم، فإنه يبطل بنهاية وقت العمل في السوق ذلك اليوم.

وكذلك الشأن بالنسبة للأمر المؤقت بأسبوع أو بشهر، فإنه يظل قابلاً للتنفيذ إلى نهاية الأسبوع أو الشهر الذي صدر فيه.

– الأمر مفتوح المدة وهذا الأمر يظل قائما إلى أن يتم تنفيذه أو إلغاؤه من قبل الموكل، على أن بعض الأسواق تشترط تأكيد هذه الأوامر من قبل مصدريها بعد مضي فترة محددة كأسبوع أو ثلاثة أشهر، أو ستة أشهر[1].

2–3– أوامر من حيث الشروط المقرونة بالأمر:

وتتنوع إلى الأنواع الآتية:

* الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فور تسلمه من الموكل أو إلغائه إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

* الأمر بالبيع أو الشراء مع إشتراط تنفيذ الأمر كله وذلك ببيع أو شراء العدد المنصوص عليه من الأوراق، أو إلغاء الأمر إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

* الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه فور تسلمه وإلغاء الأمر فيما لم ينفذ.

[1]- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص ص، 61-62.

2-4- الأمر المطلق:

وهو نوع من الأوامر يجعل فيه المتعامل للسمسار الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسبا من الأوراق المالية، مع تفويضه في إختيار نوع الأوراق، وعددها، وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر.

3 – الأحكام الفقهية لأوامر البيع و الشراء:

3-1- حكم الأمر محدد السعر:

تقدم_ عند التعريف بالأمر محدد السعر _ أن السمسار يلتزم بالبيع بالثمن المحدد أو بأعلى منه، في حالة الأمر بالبيع والشراء بالثمن المحدد أو بأقل منه في حالة الأمر بالشراء وهذا متفق مع ما هو مقرر شرعا من وجوب التزام الوكيل بالبيع بالثمن الذي قَدره له الموكل، أو بأكثر منه والشراء بالثمن الذي قدره له أو بأقل منه؛ وذلك أنه إذا باع ما وكله ببيعه بأكثر مما قدره له أو اشترى ما وكله بشرائه بأقل مما قدره له فقد حصل غرضه وزيادة فكان جائزا ولأنه مأذون فيه من جهة العرف.

3-2- حكم الأمر السوقي:

المراد بالأمر السوقي أن لا يحدد الآمر (البائع أو المشتري) للسمسار السعر الذي يبيع أو يشتري به، وإنما يفوض له البيع أو الشراء بسعر السوق، والحكم في ذلك ينبني على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسمية الثمن.

والذي تحصل بالنظر في كلام أهل العلم في الوكالة بالبيع أو الشراء، أن ذكر الثمن ليس بشرط في الوكالة بالبيع في جميع المذاهب، بل ورد في بعض المذاهب التصريح بعدم الاشتراط، كما أنهم –جميعا– نصوا على أن الموكل إذا أطلق الوكالة بالبيع ولم يسمي ثمنًا، أنه يلزم الوكيل البيع بثمن المثل.

أما في الوكالة بالشراء فقد وقع الخلاف في حكم التوكيل من غير تقدير الثمن على قولين، الراجح منهما صحة التوكيل من غير تقدير الثمن[1].

وبذلك يتبين جواز إصدار هذا النوع من الأوامر أي الأمر السوقي؛ لأن حقيقته التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تسيمة الثمن للوكيل وذلك جائز شرعا فيكون إصدار الأمر السوقي جائزا والعلم لله.

[1]- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص، 65.

3-3- حكم الأمر بسعر الفتح أو الإقفال:

أمر السمسار بأن يبيع أو يشتري بسعر الإقفال أو بسعر الإفتتاح، هو في حقيقته توكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، وذلك أن السعر في وقت إصدار الأمر غير معلوم للآمر (الموكل) ولا للسمسار (الوكيل)، غاية ما في الأمر أن الوكالة لم تكن مطلقة وإنما هي مقيدة بنوع تقييد؛ وهو أن يكون البيع أو الشراء بسعر الفتح أو القفل لا بأي ثمن كان.

وحيث تقدم بيان جواز التوكيل بالبيع أو الشراء من غير تقدير الثمن، فيكون إصدار هذا النوع من الأوامر جائزا من باب أولى.

3-4- حكم الأمر الموقوف:

تبين مما تقدم أن الأمر الموقوف: أمر بالبيع أو الشراء بسعر السوق، مع وقف تنفيذه حتى تبلغ الأسعار في السوق سعرا محدداً.

وهذا -في حقيقته- وكالة منجزة مع تعليق التنفيذ على شرط مستقبل وهو أمر جائز، كما صرح بذلك علماء الشافعية والحنابلة.

ويدل لذلك عموم قوله تعالى: **{يَا أَيهَا الَّذِينآمنُوا أَوفُوا بِالْعقُودِ}** (الآية من الرقم 1 من سورة المائدة)، وقوله صلى الله عليه وسلم:« المسلمون على شروطهم ».

3-5- حكم الأمر المؤقت:

أن السمسرة على البيع أو الشراء إما أن تخرج مخرج الإجارة، أو الجعالة، أو الوكالة بأجر، وأن الوكالة بأجر تأخذ أحكام الإجارة عند قوم، وأحكام الجعالة عند قوم، وأحكام الوكالة عند قوم آخرين[1].

فعلى القول بأن الوكالة بأجر تأخذ أحكام الوكالة، فإنه لا إشكال في صحة الأمر المؤقت لأن حقيقته وكالة مؤقتة، وهي جائزة بالاتفاق.

أما على القول بأن الوكالة بأجر تعد إجارة أو جعالة، وكذلك إذا خرجت السمسرة على البيع أو الشراء مخرج الإجارة أو الجعالة، فإن حكم الأمر المؤقت ينبني على حكم الجمع بين المدة والعمل في كل من الإجارة

[1]- بوعزة عبد القادر، مرجع سابق، ص، 40.

والجعالة، وهو محل خلاف بين أهل العلم على قولين الراجح منهما الجواز؛ لأن العمل هو المقصود بالعقد، وما ذكر المدة إلا كالشرط بإنهاء العمل في المدة المحددة، والمسلمون عند شروطهم.

إذا علم ذلك، علم جواز إصدار الأمر المؤقت بمدة معينة، سواء كان العقد مع السمسار عقد إجارة، أو جعالة، أو وكالة بأجر والله أعلم.

3-6- حكم الأوامر المشروطة:

يجوز إصدار الأوامر المشروطة لأنها في حقيقتها وكالة مقيدة، ويجب على السمسار أن يلتزم بهذه الشروط لأن هذا موجب الوكالة المقيدة؛ (لأن الوكيل يتصرف بولاية مستفادة من قبل الموكل، فيلي من التصرف قدر ما ولاه).

3-7- حكم الأمر المطلق:

تبين من خلال التعريف بالأمر المطلق أن المراد به: تفويض السمسار في بيع ما يراه من الأوراق المالية التي يملكها العميل أو في شراء ما يراه مناسب من الأوراق المالية، من غير أن يذكر نوعها أو ثمنها والحكم في ذلك ينبني على معرفة حكم التوكيل بالبيع أو الشراء من غير بيان النوع أو تحديد الثمن لما تقدم من أن الأمر يعد من قبيل التوكيل في حقيقته الشرعية.

أما التوكيل بالبيع من غير أن يسمي الموكل لوكيله ما يبيعهكأن يوكل شخص آخر في بيع كل أمواله أو ما يشاء منها، فهو أمر جائز شرعا كما صرح بذلك الشافعية والحنابلة وهو مقتضى مذهب الحنفية والمالكية؛ لقولهم بجواز الوكالة العامة المفوضة[1].

4 – طرق تنفيذ الأوامر بالبورصة:

يتفق العاملون في سوق الأوراق المالية على الأوامر البوزصة وتنفذ بإحدي الطريقتين:

4-1- الطريقة الأولى: صفقات البورصة.

وهي الطريقة الغالبة عملا، وتتمثل في النداء بإسم الصك فإذا وجد النداء قبولا من وسيط لآخر يصرح برغبته بالتعاقد مع ذكر الثمن، وعندئذ تنفذ الصفقة.

ونصت المادة 92 من اللائحة التنفيذية لسوق المالي على وجوب عرض أوامر العملاء بطريقة واضحة، وعليه سواءَ شفويا أم كتابيا على لوحة التداول، فإذا وجد الوسيط مجيباً لأوامرهم فإنه يطلب من كاتب المقصورة

[1]- أحمد محمد، لطفي أحمد، مرجع سابق، ص ص، 132-133.

تدوين ذلك، متى تساوت كمية الصكوك المراد التعامل بها، وكان السعر المعلن للشراء في البورصة يعادل السعر المعروض للبيع على اللوحة أو تجاوزه، أو كان سعر البيع المدون في اللوحة يساوي سعر الشراء المعلن أو يقل عنه، فإذا لم يلقى الطلب أو العرض مجيباً إلى نهاية الجلسة فإن الأسعار المدونة تعتبر أسعار إقفال، بشرط أن يكون سعر العرض أقل، وسعر الطلب أزيد من سعر آخر عملية عقدت.

4-2- الطريقة الثانية: الصفقات التطبيقية

وهذه الطريقة تفترض أن نفس الوسيط تلقى أمر من عمليتين مختلفتين أحدهما بالبيع، والآخر بالشراء عدد معين من أوراق مالية معينة، وعندئذ يبرم الوسيط الصفقة لحساب العميلين.

ومشار الصعوبة أن الصفقات التطبيقية تحرم العملاء من العلانية التي تكلفها الطريقة السابقة، والتي يطمئن فيها إلى عدالة السعر، وهو ما يتطلب إذا أرايد تحقيق نفس الضمانات أن ينفذ الوسيط أمر البيع وأمر الشراء في المقصورة كلا بمعزل عن الآخر بحيث يبيع الوسيط تنفيذا لأمر البيع، ويشتري من وسيط ثالث تنفيذا لأمر الشراء، وقد لوحظ في هذا السلوك من إفراط الشكلية.

المطلب الثالث: تسعير الأوراق المالية

يرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع، ويترتب على ذلك أن يتم تسعيره وفق آلية شرعية تختلف عن تسعير الأوراق المالية في السوق التقليدية.

1 – مفهوم تسعير الأوراق المالية:

المراد بالتسعير في اصطلاح المتعاملين في البورصات: تحديد السعر الذي تلقي عنده عروض البيع والشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم، وذلك عند بدء التعامل على سهم معين، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار[1].

ويسمى هذا السعر ب(سعر البورصة)، وقد عرف بأنه: (القيمة التي يبلغها سند ما، أثناء إحدى الجلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة).

2 – طرق تسعير الأوراق المالية:

يتم لسعر بيع أي سهم من الأسهم التي يجري تداولها، و ذلك عند البدء التعامل اليومي، بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها، وإن كانت تختلف في أسلوبها ومنها:

[1]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص، 565 .

2-1- التسعير بالمناداة:

يجتمع الوسطاء من السماسرة والمندوبين وغيرهم في صالة البورصة، وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء ورأسياً في حالة البيع.

2-2- التسعير بالمقارنة:

بدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء الواردة عليها وتودي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، وذلك عن طريق وسيط متخصص.

2-3- التسعير بالصندوق:

عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة حيث يعمد الوسطاء إلى وضع العروض والطلبات التي بحوزتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض والطلبات[1].

3 – الحكم الفقهي للتسعير وطرقه:

3-1- حكم التسعير:

التسعير كما تقدم، هو تحديد السعر الذي يمكن عنده إجراء صفقات بيع والشراء على أكبر عدد ممكن من الأسهم، بإتباع عدة طرق.

والتسعير _بهذا المعنى_ لا غيار عليه من الناحية الشرعية، لأنه مجرد إجراء للوصول إلى السعر الذي يحقق رضا المتعاملين، ولا إلزام فيه لأحد منهم، فكان جائزاً.

3-2- الحكم الفقهي لطرق التسعير:

3-2-1- حكم التسعير بالمناداة:

الذي يظهر الجواز اتباع هذه الطريقة في الوصول إلى السعر الذي يحقق رغبة أكثر المتعاملين؛ وذلك أنه لا ظلم فيها لأحد من الأطراف؛ لأنه وإن ترتب عليها خروج عدد من المتعاملين من السوق عند تغيير السعر، إلا أنه

[1]- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر، سوريا، ط 1، 2002 ص، 76.

يترتب على ذلك في الوقت نفسه دخول عدد آخرين، تزيد بدخولهم عدد الأوامر التي يمكن تنفيذها وذلك أنه لا يعتمد إلا السعر الذي تعقد عنده صفقات على أكبر عدد ممكن من الأسهم.

3-2-2- حكم التسعير بالمقارنة:

تتفق هذه الطريقة الأولى في جوهرها وما ترمي إليه من تحديد سعر التوازن، وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنهافي أسلوب التنفيذ، فإذا كان التسعير يتم في الطريقة السابقة بأسلوب المنادة الشفهية، فإنه يتم في هذه الطريقة بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع و طلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينها. ولذلك فإن الحكم في هذه الطريقة، كالحكم في الطريقة السابقة، وهو الجواز.

3-2-3- حكم التسعير بالصندوق:

لا يختلف التسعير وفقاً لهذه الطريقة عنه في الطريقة الثانية، إلا في أن الأوامر تجمع أولاً فيي صندوق ثم يتم تجميعها من قبل الموظف المختص، تمهيداً لفرزها، وهذا لا أثر له في الحكم من الناحية الشرعية، ولذلك فإن الحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقتين السابقتين، وهوالجواز [1].

[1]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص، 576-573.

المبحث الثالث

الأدوات المالية المتعامل بها في السوق المالية الإسلامية

تتيح السوق المالية الإسلامية الفرص للوحدات ذات العجز التمويلي، حتى تتمكن من الحصول على إحياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية تضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعد بديلاً شرعياً للسندات الربوية إضافة لكونها منتجاً إسلامياً أصيلاً، وقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية بشكل واضح في الآونة الأخيرة.

1-مفهوم الصكوك الاسلامية:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسّسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة، تُمثّل حصصًا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معيّن أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها.

وتعرف أيضاً هي عبارة عن وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة، تمثّل حصصًا شائعة في ملكية موجودات قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، يتم إصدارها بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحرّرة بها، ويشارك المكتتبون حملة هذه الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروطّ المتفق عليها والخاصّة بكل إصدار، كما أنها قابلة للتداول في الأسواق المالية ما لم تمثّل نقدًا أو دينًا محضًا، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية المعروفة "[1].

2 – خصائص الصكوك الإسلامية:

من أهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية ما يلي:

– يتكون رأس مال الصكوك من وحدات إستثمارية متساوية القيمة يخول لصاحبها حصة شائعة في موجودات العملية أو المشروع موضوع التمويل بنسبة ملكيته من صكوك إلى إجمالي قيمة الصكوك.

[1]- فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الاسلامية، بنك الاستثمار المالي، السودان، 2008، ص، 06.

– قد تكون الموجودات أعيانا ثابتة أو متداولة أو حقوقا معنوية أو نحو ذلك نحو ذلك وفقا لصيغة حق الانتفاع فى الأصول الثابت أو حق الرقبة في الأصول المتداولة.

– يتم تداول الصكوك بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً وقانوناً، حيث أن لمالك الصك حق نقل ملكيته أو رهنه أو هبته أو نحو ذلك من التصرفات المالية من خلال شركات الوساطة المالية أو غيرها مما يجيزه القانون.

– يطبق على الصكوك الإسلامية بصفة أساسية صيغة فقه المشاركة في الربح والخسارة مثل الأسهم.

– تتمثل أطراف عقد الصكوك اللإسلامية في الآتي[1]:

– الجهة المصدرة للصكوك، (شركة ذات شخصية معنوية) وتمثل رب العمل، أي الجهة المنوطة بإدارة الصكوك وفقاً لفقه المشاركة ويطلق عليها: الشريك بالعمل.

– المشاركون في الصكوك، ملاك الصكوك ويمثلون الشركاء بالمال، ويطلق عليهم المستثمرون أو حملة الصكوك و قد تستعين الجهة المصدرة للصكوك بالخبراء والاستشاريين من التخصصات المختلفة في مجال إصدار الصكوك وتسويقها.

3 – أنواع الصكوك الإسلامية:

لقد ساهمت عملية التصكيك الإسلامي في توفير كم هائل من الصكوك الإسلامية على الساحة المالية، و تختلف هذه المنتجات باختلاف صور وأساليب التمويل والإستثمار التي تمارسها مختلف المؤسسات المالية الإسلامية، ومنه يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع: أوراق مالية قائمة على الشراكة؛ الأوراق المالية القائمة على البيع؛ الأوراق المالية القائمة على الإجارة.

3–1– الأوراق المالية القائمة على الشراكة:

وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، تنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك هي:

[1]– فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص، 07.

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

– صكوك المشاركة، عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في إن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة[2].

–صكوك المزارعة، وتحمل هذه صكوك قيما متساوية يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد. المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكها أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة[3].

3-2- الصكوك المالية القائمة على البيع:

وفيها يكون العقد قائم بين جهة الإصدار والطرف الآخرحملت الصكوك على عقد البيع من مرابحة وسلم وإستصناع وهي كالآتي:

– صكوك السلم، وهي التي تخصص أموالها كرأس مال لعمليات السلم ويشترط فيها أن لا يكون المسلم فيه مواد استهلاكية، وإذا اضطر حامل السند أن يبيعه إلى الجهة المصدرة، فيجب أن لا يكون ذلك بسعر أعلى. وهي أداة مالية بديلة لسندات الخزينة تطرحها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو تغطية عجز مؤقت في موازنتها، ومثلها مثل سندات القرض الحسن ولكن تداولها في السواق المالي الإسلامي إلا أنها ذات آجل استحقاق قصيرة، تصدرها الدولة إلا في الحالات الضرورية.

---

[1] – علي محي الدين فره داغي، صكوك الإستثمار تأصيلها، و الضوابط الشرعية، ودورها في تمويل المشاريع والبنية التحتية، جامعة قطر، ص، 06، www.qaradaghi.com. تاريخ الاطلاع: 21- 02- 2017.

[2] – فتح الرحمن علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية : مدخل للهندسة المالية الإسلامية، ص، 06.
www.siironline.org/alabwab/derasat(01)/627.htm تاريخ إطلاع : 21- 02- 2017.

[3] – نوال بن عمارة، الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالي الاسلامي، مجلة الباحث – عدد 09، 2011، ورقلة، ص، 257.

– صكوك المرابحة، وهي التي تخصص لتمويل عمليات المرابحة إلا أنها تعتبر ذات طابع قصير الأجل وتداولها في السوق المالي الإسلامي محدود، إلا عند الحاجة للسيولة أو تغير آجال التعامل بها على المدى الطويل.

– صكوك الإستصناع، الإستصناع أحد أدوات الاستثمار الناجحة قصيرة الأجل يعرف بأنه عقد يشترى به شيء مما يصنع صنعا، يلتزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف معينة وبثمن محدد يدفع عند التعاقد، أو بعد التسليم أو عند أجل محدد. وقد استطاعت البنوك الإسلامية اعتماد الاستصناع كأداة استثمار ومجالا لتمويل الحاجات العامة، والمصالح الحيوية والنهوض بأنشطة الاقتصاد الإسلامي[1].

3–3– الأوراق المالية القائمة على الإجارة (صكوك الإجارة):

تعرف على أنها صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عددا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملت زمها لحامل الصك في وقت مستقبلي. فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية.

تعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى، كالأسهم مثلا ذلك أنه يمكن التنبؤ بعوائد الورقة المالية محل الإجارة[2].

4 – الضوابط الشرعية والفنية للصكوك الإسلامية:

من أهم الضوابط الشرعية والفنية التي تحكم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ما يلي:

– يحكم الصك عقود الاستثمار الإسلامية مثل : المشاركة، والمضاربة، السلم، الاستصناع، الإجارة .... ونحو ذلك

– يضبط الصكوك أحكام المشاركة ومنها خلط الأموال والمشاركة في الربح والخسارة أى تطبيق مبدأ: الغنم بالغرم.

– يكون للجهة المصدرة للصكوك الاعتبارية المستقلة عن أشخاص المشتركين في الصكوك وهي المسؤولة عن إدارة الصكوك.

[1]– جمال لعمارة، مرجع سابق، ص، 13.

[2]– محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية: الواقع ووالتحديات والمناهج، مجلّة الواحات للبحوث والدراسات العدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011، ص، 446.

– يتولى إدارة الصكوك الجهة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقا لفقه المشاركة، وأحيانا قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الجهة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح ويكون ذلك مستقلا عن عقد المشاركة، ولقد أجاز الفقهاء ذلك.

– يجب أن ينص صراحة في نشرة الإكتتاب طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الجهة المصدرة للصكوك، ولا يجوز إرجاء ذلك لما بعد انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك.

– يجوز أن يتدخل طرف ثالث لضمان رأس مال الصكوك أو ضمان حد أدنى للعائد ويقوم بذلك على سبيل التبرع والمروءة، مثل الحكومة ولقد أجاز الفقهاء ذلك.

– يتم قياس العوائد (الأرباح) الفترية (الدورية) قبل نهاية أجل الصكوك وفقاً لمبدأ المحاسبة الفعلية أو المحاسبة الحكمية (التقديرية) في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك[1].

– يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، ويتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة والتراضي بين البائع والمشترى وذلك كله في ضوء اللوائح والشروط التي تنظم ذلك.

5 – الفرق بين الصك والسند بفائدة:

هناك فروق بين الصك والسند بفائدة كما يلى:

– يمثل الصك حصة في أصول (موجودات) مشروع معين فعلى بنظام المشاركة في الربح والخسارة أما الثاني يمثل قرضا (دين) بفائدة.

– كما أن عائد الصك حلالا بينما عائد السند فائدة ربوية حرام.

– يضاف إلى ما سبق أن حامل الصك له الحق فى المشاركة في إدارة المشروع وفي ربحه بينما هذا الحق ليس مكفولا لحامل السند.

– تتم كافة معاملات الصكوك وفقا لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، بينما لا يتحقق ذلك للسندات بفائدة.

[1]- حسين حسين شحاتة، مفهوم صكوك الإستثمارالإسلامية وخصائصها ودورها في تمويل التنمية، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مصر، ط 1، 2003، ص، 05.

المطلب الثاني: الأسهم وتداولها في ميزان الفقه الإسلامي

السهم بمعناه الأصلي_ هو نصيب في شيء أو في شركة_ قديم جداً، فمازال الناس يكون بينهم شركة في عمل أو متاع معين، فيكون لكل واحد منهم سهم في هذه الشركة.

1 – مفهوم الأسهم:

عرفت بأنها "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة، لا سيما حقه في الحصول على الأرباح".

وأيضاً: "الأسهم هي ما يمثل الحصص التي يقدمها الشركاء عند المساهمة في مشروع الشركة، سواءً كانت حصصاً نقدية أم عينية، ويتكون رأس مال الشركة من هذه الأسهم"[1].

2 – خصائص الأسهم:

تتمتع أسهم الشركات المساهمة بعدة خصائص يمكن إجمالها فيمايلي:

– تساوي القيمة الإسمية؛ فلا يوجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من البعض الآخر، لأن رأس المال يقسم إلى أجزاء متساوية؛

– غير قابلة للتجزئة؛ يجوز أن يشترك في السهم الواحد، أكثر من شخص واحد يمثلهم اتجاه الشركة.

– القابلية للتداول؛ أي التصرف فيها بالبيع أو الشراء، أو الرهن والتنازل ....

– مسؤولية المساهم محددة؛ السهم بقيمة السهم فقط، فلا يطالب المساهم بما يزيد عن القيمة مهما بلغت ديون الشركة، أو نقصت موجوداتها؛

[1]– أحمد بن محمد الخليل، أحكام الأسهم والسندات في الفقه الإسلامي، دار الجوزي، السعودية ،ط 1، 2002، ص، 47.

3 – أنواع الأسهم في ضوء الفقه الإسلامي

مادام مصدر شركات المساهمة حلال وذلك بأنها لا تعمل في المحرمات ولا تخلط مالها بالمحرمات، فإن إصدار الأسهم جائز شرعاً [1].

3–1– أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة المساهم بها:

– الأسهم النقدية؛ وهي أسهم عادية تقدم مساهمتها نقداً فلا اختلاف في جوازها.

– الأسهم العينة؛ وتكون هنا المساهمة بحصة عينية وهي مختلف فيها حيث تم التفصيل في أمرها فهي جائزة.

– الأسهم المختلطة؛ وهو ما أسهم بخلط من النقد وعين وحكم جوازها هو الجواز النقد والعين.

– حصص التأسيس؛ بصورته هذه لا تجوز لإحتوائه على العديد من المفاسد.

3–2– أنواعها بالنظر إلى شكلها:

– أسهم إسمية؛ وهي الأسهم الحاملة لإسم صاحبها، فلا حرج في جوازها.

– أسهم لحاملها؛ ويكون السهم هنا لمن يحمله، وإختلف على جوازها لكن الراجح كان الجواز.

– أسهم أذنية؛ وهي التي يذكر فيها إسم مالكها مع النص لكونها بإذنه وإصدار هذا النوع من الأسهم جائز.

3–3– أنواعها بالنسبة لتوزيع الأرباح:

– أسهم عادية مضمونة؛ وهي التي يضمن مصدرها بأن يدفع لحاملها في حالة انخفاض قيمة أسهم هذه الشركة إلى حد معين، وحكم الشرعي لا ينبغي ضمان الربح معين لحامل الأسهم حتى وإن كانت بنسبة صغيرة.

– أسهم الدخل، هي أسهم عادية تابعة لشركات كبيرة حيث أنها توزع أرباحها بشكل دائم، وهي جائزة.

[1]– مفتاح صالح، سلطان مونية، مرجع سابق، ص، 277.

- أسهم النمو؛ هي الأسهم التي لا توزع أرباحها بل تضاف إلى نشاطها فيزداد حجم أصولها، وهو جائز[1].

3-4- أنواع بالنظر إلى حقوق حملتها:

- الأسهم العادية؛ وهي الأكثر شيوعاً ويترتب لحاملها كل الحقوق، ولا يأخذ امتياز عن غيره ويقتضي ذلك استواء حاملي الأسهم العادية في الحقوق والواجبات، وهي جائزة شرعاً؛

- الأسهم المؤجلة؛ وهي التي يؤجل نصيبها من الربح إلى ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم، وهي غبر جائزة شرعاً.

- الأسهم الممتازة؛ وهي التي إمتاز أصحابها عن أصحاب الأسهم الأخرى، وهذا النوع غير جائز شرعاً.

3-5- أنواعها بالنظر إلى استهلاكها من عدمه:

- أسهم رأس المال؛ وهي الأسهم التي لا تستهلك ولا ترد قيمتها ما دامت الشركة قائمة، وهي جائزة.

- أسهم التمتع؛ هي الأسهم المتحصل عليها بعد استهلاك الأسهم العادية، وهي غير جائزة.

4 – حكم إصدار وتداول الأسهم في الفقه الإسلامي :

إختلف الفقهاء والباحثون المعاصرون في حكم إصدار وتداول السهم على رأيين:

الرأي الأول: جواز إصدار وتداول الأسهم، وهو ما ذهب إليه جمهور الفقهاء.أما الرأي الثاني: عدم جواز إصدار وتداول أسهم الشركات المساهمة العامة.

والراجح هو جواز إصدار وتداول الأسهم في إطار من الضوابط الشرعية التالية [2]:

- أن لا تكون الأسهم من النوع المحرم شرعاً كالأسهم الممتازة.

- أن لا يترتب على التعامل بها أي محظور شرعي، كالربا والغرر والجهالة.

[1]- مفتاح صالح، سلطان مونية، مرجع سابق، ص، 278.

[2]- نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص، 53.

– أن تكون صادرة عن شركة تتوفر فيها قواعد وأسس المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر.

– أن تكون طبيعة نشاط الشركة مباحاً فالشركات الإنتاجية والخدمية التي تعمل في إنتاج سلعة محرمة كالخمور أو لحم الخنزير، فلا يجوز التعامل بأسهمها[1].

المطلب الثالث: الإطار الشرعي والإقتصادي لعقود المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية ، عملات أجنبية لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

1– مفهوم العقد المشتق في الفقه الإسلامي:

أما عن مفهوم العقد المشتق في الفقه الاسلامي فإنه يختلف تمام الاختلاف عن مفهومه في الاقتصاد المعاصر، فمثلا إذا نظرنا إلى عقد البيع فنجد الفقهاء يقولون: "أن البيع المشتق من الباع وهو الذراع"، فلفظ البيع هو مشتق وليس العقد نفسه، وعند الكلام على السلم يقولون: "ولأن السلم مشتق من استلام رأس المال أي تعجيله".

2– أنواع العقود المالية المشتقة

سنتناول باختصار أهم أنواع عقود المشتقات المالية المتعامل بها في الأسواق الرسمية وغير الرسمية، والتي تدور حول العقود الآجلة والمستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلات[2].

2–1– العقود الآجلة والمستقبليات من منظور إسلامي وأحكامها الفقهية

للعقود الآجلة والمستقبليات أشكال عديدة، فهناك عقود آجلة للسلع أو لأذونات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة ،كما أن هناك مستقبليات للسلع والأوراق المالية والعملات والمؤشرات وأسعار الفائدة.. إلخ وبالرغم من وجود اختلافات بين العقود الآجلة والمستقبليات، فإنه يجمع بينها الاتفاق على تسليم أصول معينة في تواريخ محددة مستقبلا[3].

2–1–1–العقود الآجلة:

هي"عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا وبسعر محدد يسمى سعر

[1]– بشير محمد موفق لطفي، التداول الالكتروني _طرقه الدولية وأحكامه الشرعية_ ، دار النفائس، قطر، ط 1، 2008، ص، 88.

[2]– أسامة يوسف الجزار، العقود الآجلة في الإقتصاد الإسلامي البديل، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في الفقه المقارن، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009، ص، 07.

[3]-بزاز حليمة، المشتقات المالية ومخاطرها، ورقة مقدمة في جامعة العلوم الاسلامية الأمير عبد القادر، جامعة قسنطينة، 2010، ص، 20.

التنفيذ". وتعتبر المعاملات الآجلة محرمة شرعا وذلك لما يلي:

– لما فيها من اشتراط تأجيل تسليم البيع المعين وهو هنا الأسهم وهو محرم شرعا.

– ما فيها من تأجيل الثمن والمثمن وهو بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

– إن غالب التعاملات في المعاملات الآجلة يجري على المكشوف وهو يدخل في بيع الإنسان ما ليس عنده.

من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة طيبة مباحة وكانت العقود التي تمثلها أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة فإن العقود الآجلة والمستقبليات في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا[1].

– العقود الآجلة في إطار عقد السلم، عقد السلم، يعرف بأن بيع موصوف في الذمة محصور في الصفة بوزن معلوم وكيل معلوم إلى أجل معلوم، وقد أجيز هذا البيع استثناء، لشدة الحاجة إليه كما أشار جمهور الفقهاء، حيث يصعب على المزارعين قضاء حوائجهم وتسيير أمورهم إذا كانوا سينتظرون جني محاصيلهم أو قطف ثمارهم ثم بيعها والحصول على ثمنها، وقد لا يجدوا من يشتري هذه المحاصيل بالسعر المناسب لها.. ولذلك رخص النبي عليه الصلاة والسلام، لهم بالبحث عمن يشتري محاصيلهم قبل نضجها أو حتى قبل غرسها وجعل ذلك من خلال اتفاقات وعقود واضحة محددة لا مجال للجهالة فيها أو المقامرة أو الخداع، فحدد الكمية والنوع والصنف وكافة المواصفات وكذلك تاريخ التسليم بشكل دقيق لا مجال للتلاعب فيه، واشترط تسليم النقد في الحال، لينتفع به المزارعون، ويحضروا أنفسهم للوفاء بما تعهدوا به، وكذلك خروجاً من مسألة بيع الدين بالدين المنهي عنها شرعا.

– أوجه التشابه بين عقد السلم والعقود الآجلة، هناك تشابه كبير بين عقد السلم والعقود الآجلة، حيث يوجد عقد بيع يتفق فيه الطرفان على التعاقد على بيع بثمن معلوم يتأجل فيه تسليم السلعة الموصوفة بالذمة وصفا مضبوطا إلى أجل معلوم، ومع ذلك فإنها تختلف عن عقد السلم في عدة أمور: الأول هو أن المسلم فيه (السلعة) يباع قبل قبضه والثاني: أن رأس مال في العقود الآجلة والمستقبليات، لا يدفع معجلا بل يقتصر على دفع نسبة منه، والأمر الأخير أنه لا غرض للبائع والمشتري بالسلعة وإنما غرضهما تحقيق الربح.

إن هذه الأمور تستلزم المناقشة الفقهية لعدد من المسائل الفقهية الهامة مثل[2]:

– المسألة الأولى، حكم بيع العقود قبل قبضها. وللفقهاء في هذه المسألة رأيان، الرأي الأول؛ قول جمهور الفقهاء،

[1]–مفتاح صالح، قط سليم، ص، 14.

[2]– توفيق حطاب، نحو الاسواق المالية، بحث مقدم في قسم الاقتصاد والمصارف الاسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2009، ص، 17.

خاصة الشافعية بعدم جواز بيع السلع وغيرها قبل قبضها وأصل الخلاف في هذه المسألة أن النبي عليه الصلاة والسلام نهى عن بيع ما لم يقبض، وفي حديث حكيم بن حزام "لا تبع ما ليس عندك" وبه أخذ جمهور الفقهاء.

قال الشافعي في الأمر: " وبهذا نأخذ، فمن إبتاع شيئا كائنا ما كان منقولا أو غير منقول، فليس له أن يبيعه حتى يقبضه، حتى لو قبض البائع الثمن وأذن في قبض المبيع، ومن الواضح أن كلام الشافعي يشمل السلع والعقود وغيرها[1].

وقد إختار البخاري "أن استيفاء المبيع المنقول من البائع وتبقيته في منزل البائع لا يكون قبضا شرعيا، حتى ينقله المشتري إلى مكان لا اختصاص للبائع به كما تقدم نقله عن الشافعي. أما الأحناف فقد إعتبروا بيع المنقول قبل قبضه بيعا فاسدا.

وقد إستدل أصحاب هذا القول بما يلي:

- تعقيب ابن عباس في الحديث الذي يرويه عن رسول الله صلى الله عليه وسلم وهو"من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى يستوفيه"* قال ابن عباس: وأحسب كل شيء مثله. وفي رواية "حتى يقبضه".

- حديث حكيم بن حزام والذي قال يا رسول الله: إني اشتريت بيوعا فما يحل لي منها وما يحرم؟ قال: "إذا إشتريت شيئا فلا تبعه حتى تقبضه"**، وفي رواية أخرى "لا تبع ما ليس عندك".

- حديث الرسول صلى الله عليه وسلم "الخراج بالضمان" وقال الألباني في ارواء الغليل (حسن) فضمان المبيع قبل رده من قبل المشتري بسبب العيب هو السبب في إستحقاق المشتري غلة المبيع إذا كان له غلة أو خراج، فإذا لم يكن المشتري قد قبض المبيع فإنه لا يستحق خراجه، لأنه لم يضمنه، ويقاس على خراج المبيع ما يحدث من ارتفاع قيمة المبيع، أو تحقق ربح من ورائه.. إلخ

الرأي الثاني، قول المالكية أن بيع ما سوى الطعام من العروض كالحيوان والعقار والثياب قبل القبض جائز، أما بيع الطعام فلا يجوز. ومن الأدلة التي يعتمدون عليها: قوله تعالى **{يَاأَيُهَا الَّذِيْنَ آمَنُوْا أوْفُوا بِالْعُقُوْد*}** (الآية من الرقم 1 من سورة المائدة)، فالقبض للمبيع- غير الطعام- شرط في كمال عقد البيع وليس شرطا في صحته، وحديث عبد الله بن عمر_ رضي الله عنهما_ أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال:" من ابتاع طعاما فلا يبعه حتى

[1]- الشافعي، محمد بن إدريس، موسوعة الإمام الشافعي، تحقيق أحمد حسون، دار قتيبة، لبنان، 1996، ص ص، (3/69-70) .

* البخاري، 1987، 751/2.

** الصنعاني، محمد بن إسماعيل، سبل السلام، دار إحياء التراث، بيروت، لبنان، 1960، ص، 15/3.

يستوفيه". ووجه الاستدلال أن التنصيص في هذا الحديث و غيره على الطعام، يدل على أن غيره بخلافه.

الراجح في البيع قبل القبض، إن إستعراض الأدلة المتقدمة يظهر بوضوح أن الرأي الثاني القائل بعدم جواز بيع كافة السلع والعقود قبل القبض يربط علة النهي بالربا والغرر، وهما أمران يكفي أحدهما للتحريم، فكيف باجتماعهما، ولما يترتب على هذا النهي من استقرار للمعاملات وسد لمنافذ النزاع[1].

المسألة الثانية: مسألة المواعدة على الصرف، عندما يرغب بعض التجار بمحاولة تجنب الارتفاع الذي يمكن أن يحدث في قيمة صفقات تجارية مستقبلية بسبب انخفاض سعر صرف العملة المحلية, وما يترتب عليه من خسائر باهظة، يتكبدها التجار إذا لم يكونوا قد دخلوا في عقود آجلة على قيم هذه الصفقات التجارية من العملات الأجنبية الصعبة.

فالعملية عبارة عن عقد أو اتفاق على تنفيذ الصرف في الموعد المعين، وينقل سامي حمود عن ابن حزم "والتواعد في بيع الذهب بالذهب أو بالفضة، وفي بيع الفضة بالفضة، وفي سائر الأصناف الأربعة بعضها ببعض جائز . تبايعا بعد ذلك أو لم يتبايعا" ويضيف د/ سامي حمود " وإذا نظرنا إلى واقع الحال بالنسبة لما تؤديه العملية من خدمة للمستورد في حال المواعدة على الشراء، وللمصدر في حال المواعدة على البيع، نجد اطمئنان كل من المستورد لما سيدفعه من ثمن والمصدر لما سيقبضه أمر له اعتباره.

– المسألة الثالثة وهي حكم تأجيل تسليم رأس المال النقدي في السلم، وفيها رأيان الأول ذهب جمهور الفقهاء من الحنفية والشافعية والحنابلة إلى وجوب تسليم رأس المال في مجلس العقد، قال الزيلعي: "لأن المسلم فيه دين والافتراق لاعن قبض رأس المال يكون افتراقا عن دين بدين، وأنه منهي عنه لما روي عن رسول الله "نهى عن بيع الكالىء بالكالىء" وورد في المهذب" ولا يجوز تأخير قبض رأس المال عن المجلس" وفي المغني "أن شروط صحة السلم أن يقبض رأس مال السلم في مجلس العقد، فإن تفرقا قبل ذلك بطل العقد".[2]

أما الرأي الثانيحيث ذهب فقهاء المالكية إلى أنه لا يشترط قبض رأس مال السلم في المجلس وإنما يمكن تأخيره إلى ثلاثة أيام.

2-1-2- العقود المستقبلية:

العقود المستقبلية "هي عقود يتم فيها الاتفاق على الشيء المبيع و سعره و كميته عند إبارم العقد، على أن

[1]- محمود سامي، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق وأحكام الشريعة الاسلامية، مكتبة الأقصى، الأردن، ط 1، 1976، ص، 353.

[2]- توفيق حطاب، مرجع سابق، ص، 23.

يتم التسليم ودفع الثمن في المستقبل، فالعقد المستقبلي عقد على شيء معين أو موصوف في الذمة مؤجل بثمن مؤجل". وتنقسم العقود المستقبلية إلى العقود المستقبلية على السلع وعلى الأوراق المالية (الاسهم) والعقود المستقبلية على الاوراق المالية ذات الدخل الثابت وفيما يلي الحكم الفقهي لكل منهم[1]:

– العقود المستقبلية للسلع؛ لا يجوز إبرامها وذلك لما يأتي:

– ما في هذه العقود من تأجيل الثمن والمثمن وهذا لا يجوز.

– ما في العقود من الربا المجمع على تحريمه وهو ربا النسيئة وذلك في حالة العقود المستقبلية على الذهب و الفضة.
– العقود المستقبلية على الأوارق المالية وفيها العقود المستقبلية على الأسهم وهو محرم للأدلة:

– ما في العقود المستقبلية من تأجيل تسليم الأسهم وفي ذلك تأجيل المبيع المعين وهو غير جائز شرعا.

–العقود المستقبلية يتم تأجيل الثمن والمثمن وهو لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

– لا يملك البائع في الغالب الأسهم التي أبرم عليها عقدا مستقبليا فيكون بائعا لما هو مملوكا لغيره.

– العقود المستقبلية على الأوارق المالية ذات الدخل الثابت: وتعرف أيضا بالعقود المستقبلية على أسعار الفائدة و حكمها الفقهي هو التحريم و ذلك لما يلي:

– ما في ذلك من بيع الدين لغير من هو عليه بثمن مؤجل، وهو غير جائز لما فيه من بيع الدين بالدين المنهي عليه.

– الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود وإذا بيعت بنقود كما هو الحال في العقود المستقبلية كان ذلك صرفا لم تتوفر فيه شروطه فكان حراما.

– عقود المستقبليات في إطار عقد الاستصناع، من أوجه التكييف لعقود المستقبليات واعتبارها في عقد الاستصناع، حيث يعرف هذا الأخير بأنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، كالاتفاق مع نجار على صناعة مكتب أو مقاعد أو غرفة مفروشات أو مع صانع أحدية على صناعة حذاء، و تكون العين المصنوعة و مادتها الأولية من الصانع و يكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط لأن الاستصناع طلب الصنع و هو العمل، فإذا كانت العين أو

[1]- مفتاح صالح، قط سليم، مرجع سابق، ص، 15.

المادة الأ ولية كالأخشاب و الجلود من المستصنع لا من الصانع فإن العقد يكون إيجارة لا إستصناعا[1].

وقد اختلف الفقهاء حول عقد الاستصناع وهو وعد أم عقد، ثم هل هو من قبيل الإجارة أم البيع والراجح أنه عقد بيع، فطالب الصنع يأتي وليس لديه شيء، ويطلب صنع ثوب أو بيت أو سيارة أو باخرة، وقد يقدم جزء من الثمن..

– البدائل الشرعية للعقود الآجلة والمستقبليات، اقترح العديد من الباحثين أدوات عديدة، يمكن أن تمثل البدائل الشرعية للعقود المؤجلة والمستقبليات، ومن أشهر هذه الأدوات[2]:

– سندات المقاوضة بأشكالها المختلفة، وهي تشمل السندات التي تعرض للإكتتاب على أساس قيام الشركة المساهمة التي تصدرها بإدارة العمل باعتبارها المضارب أو العامل تجاه رب المال الذي تمثله هيئة مالكي السندات. وقد أصبح ممكنا في ظل التجهيزات الحديثة للحاسوب إجراء الجرد والإحصاء في كل لحظة من لحظات الليل والنهار (.. وقد صدر قانون خاص لسندات المقارضة في الأردن عام 1981، بشأن سندات المقارضة، وضع الضوابط التي يجب أن تتوافر فيها، ومنها:

– أن يمثل الصك أو السند ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك من أجله، وتستمر الملكية من بداية المشروع إلى نهايته، ولمالك الصك جميع حقوق المالك في ملكه.

– لابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعا في عقد القراض، من حيث معلومية رأس المال وتوزيع الربح.

– أن يتم التداول بعد انتهاء الاكتتاب، بشرط التقيد بالأحكام الشرعية، إذا كانت أموال القراض نقوداً أو ديوناً أو أعياناً.

– شهادات ودائع استثمارية، اقترح د/ معبد الجارحي شهادات الودائع المركزية بحيث يقوم البنك المركزي بإيداع ودائع لدى المصارف الإسلامية تعمل على استثمارها في القطاع الإنتاجي بطريق المضاربة، ولتغذية هذه الودائع يقوم المصرف المركزي بإصدار شهادات الودائع المركزية، ويطرحها في السوق ليشتريها الأفراد، بحيث تعتبر هذه الأدوات من أدوات السياسة النقدية والتنموية، وكذلك يمكن استخدامها كأداة من أدوات الوساطة المالية وذلك بطرحها للتداول بين الأفراد.

[1]- الزرقا مصطفى، عقد الاستصناع في الفقه الإسلامي، بحث مقدم في المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة، السعودية،1995 ،ص، 21.

[2]- توفيق حطاب، مرجع سابق، ص، 22.

– شهادات التأجير أو سندات الإجارة، اقترح د/منذر قحف سندات الإجارة ووضح مزاياها وإمكانية تطبيقها، كما طبقها بيت التمويل التونسي السعودي بالاتفاق مع الشركة التونسية للتأجير، حيث تقوم الشركة بتأجير معدات.

وهناك عدد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى مثل سندات التوريد (الاستجلاب)، سندات المرابحة، سندات المتناقصة، سندات المشاركة المستمرة.. إلخ ويمكن لهذه الأدوات أن تقوم بدور هام في السوق المالية الإسلامية ولكن في ضوء الالتزام بالضوابط الشرعية لهذه الأدوات[1].

2-2- عقود الخيار في الاصطلاح الفقهي:

الخيار في الفقه الاسلامي لا يختلف مفهومه في عرف الفقه الاسلامي، عن مفهومه في اللغة فهو: أي خيار في البيع وغيره في طلب خير الأمرين من إمضاء عقد وفسخه. وبناء عليه يمكن القول بأن الخيار عبارة عن حق العاقد في فسخ العقد أو إمضائه.

وعرفه صاحب أحكام المعاملات الشرعية الشيخ علي الخفيف بالآتي: هو ما يثبت لأحد العاقدين أو لغيرهما من الحق في إمضاء العقد أو فسخه بناء على إشتراط ذلك له).

2-2-1- أنواع خيارات العقود في الفقه الاسلامي:

تصل خيارات العقود في الفقه الاسلامي كما تقدم إلى ثلاثة وثلاثين نوعا، بيد أن أشبه الخيارات في الفقه الاسلامي بالخيار الاقتصادي هو خيار الشرط، أو ما يطلق عليه بيع الخيار ولذا افضل القول في ماهيته وحكم شرعيته من خلال[2]:

– ماهية خيار الشرط، يعرف خيار الشرط بإعتبارين الأول: مركب إضافي من كلمتين، والإعتبار الثاني: بإعتباره لقباً.

–الإعتبار الأول: عرف الخيار لغة واصطلاحاً كما تقدم بأنه طلب خير الأمرين بإمضاء البيع أو فسخه. أما الشرط في اللغة يطلق على معان كثيرة منها: (ألزام الشيء والتزامه في البيع ونحوه، وعرف في الإصطلاح: (ما يلزم من عدمه العدم ولا يلزم من وجوده وجود ولا عدم). اما الإعتبار الثاني: (يطلق خيار الشرط على ما يثبت بالإشتراط لأحد المتعاقدين أو كليهما من الإختيار بين الإمضاء و الفسخ).

[1]- إبراهيم بن محمد بن مفلح، المكتب الاسلامي، دار المعرفة، بيروت، لبنان، ط 2، 2001، ص، 90.

[2]- عطية فياض، سوق الاوراق المالية في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ط 1، 1997، ص، 132.

ويتضح مما سبق أن خيار الشرط في اصطلاح الفقهاء: هو أن يكون لكل من المتعاقدين أو لأحدهما، أو لأجنبي حق إمضاء العقد، أو فسخه في مدة معلومة عند اشتراطهما ذلك. وأن اضافة الخيار للشرط من اضافة الشيء إلى سببه، أي أن الشرط هو سبب هذا الخيار، ولذلك سمي بخيار الشرط أو شرط الخيار كما عبر بذلك الفقهاء.

– مشروعية خيار الشرط، ولما كان الأصل في عقود المعاوضات هو اللزوم، فقد اتفقت أراء الفقهاء على أن خيار الشرط يخالف القاعدة العامة لهذه العقود، أما من حيث مشروعية هذا النوع من الخيار فقد اختلفت أراؤهم في ذلك على إتجاهين[1]:

الاول وهو لجمهور الفقهاء من الحنفية، والمالكية، والحنابلة، والامامية، والاباضية، أن البيع بشرط الخيار جائز. إستدل أصحاب هذا الإتجاه على ما ذهبوا اليه بالكتاب والسنة والمعقول.

أما الكتاب، فمنه قوله تعالى: « **وَأَحَلَّ اللَّهُ اَلْبَيْعَ** » (من الأيه رقم 275 من سورة البقرة). و وجه الدلالة من الاية ان البيع في الاية عام يتناول كل بيع، و يدخل فيه البيع الذي ثبت فيه خيار الشرط، فيكون حلالا.

أما السنة، ما رواه ابن عمر –رضي الله عنه– أن رسول الله صلى الله عليه و سلم قال:{ المتبايعان كل واحد منهما بالخيار على صاحبه ما لم يتفرقا الا بيع الخيار}★ وجه الدلالة من الحديث: قوله – صلى الله عليه و سلم – {إلا بيع الخيار} و المراد من هذا الإستثناء هو اشتراط الخيار للعاقدين أو لأحدهما في إمضاء العقد، أو رده في المدة المعلومة بينهما ولا ينقطع الخيار بالتفرق، بل حتى تمضي المدة.[2]

أما الإتجاه الثاني وهو لإبن الحزم الظاهري وحده، أنه لا يجوز للمتعاقدين أو لأحدهما أن يشترط الخيار في العقد مدة يتروى فيها أياً كانت هذه المدة، فإذا شرط ذلك في العقد يكون باطلا ألا أن يقول: لا خلابة.

– واستدلة اصحاب هذا الاتجاه بدليل إبن الحزم: استدل على ثبوت الخيار لمن قال: (لا خلابة) بقوله صلى الله عليه وسلم لمنقذ بن حبان:{ بع وقل: لا خلابة ثم أنت بالخيار ثلاثا من بيعك}.

– ووجه الدلالة: ان رسول الله صلى الله عليه وسلم اثبت الخيار للعاقد بناء على قول العاقد حين العقد: لا خلابة فإذا لم يقل العاقد، لا خلابة فلا يثبت له الخيار وذلك لأن الرسول عليه الصلاة والسلام إذا أمر

[1]– إبراهيم بن محمد بن مفلح، مرجع سابق، ص، 107.

[2]– مرجع نفسه، ص، 115.

★ متفق عليه صحيح البخاري 743/2، كتاب البيوع،باب البيعان بالخيار، حديث رقم 2005، دار ابن كثير، لبنان، الطبعة 3، 1987،

★*الامام النووي، المجموع ج، 207/9.

في الديانة بأمر و نص فيه بلفظ (ما)، لم يجز تعدي هذا اللفظ على غيره ما دام المكلف قادرا عليه إلا بنص أخر، لأنه صلى الله عليه وسلم في هذا الحال يكون قد حد حدا فلا يحل تعديه.

– مدة خيار الشرط، يقصد بمدة الخيار أو زمن الخيار بأنه: (الزمن الذي كل واحد منهما أي: البائع والمشتري مخير فيه إن شاء أتم العقد وإن شاء رجع عنه). و اِتفق القائلون بجواز خيار الشرط على أنه يصح شرطه إذا كانت المدة معلومة ولا تزيد علة ثلاثة أيام وكان المبيع مما لا يتسارع إليه الفساد في هذه المدة، بيد أنهم اختلفوا فيما وراء ذلك، وجاء إختلافهم على ثلاثة إتجاهات:

الاتجاه الاول، وبه قال جماعة من الفقهاء منهم الإمام إبن حنيفة، والشافعية، والظاهرية، هو أنه لا يجوز للمتعاقدين أو لأحدهما أن يشترطا مدة تزيد على ثلاثة أيام في أي مبيع كان، فإن شرطا مدة أزيد منها كان الشرط فاسداً.

واستدل أصحاب القول الاول بالمنقول من السنة بمايلي: ما قال النووي رحمه الله تعالى، ولفظه الثابت ما روي عن عبد الله بن عمر ــ رضي الله عنهما ــ أن منقذاً سفع في رأسه في الجاهلية مأمومة، فخبلت لسانه فكان إذا بايع يخدع في البيع فقال له رسول الله صلى الله عليه وسلم : {بايع وقل لا خلابة ثم أنت بالخيار ثلاثا قال ابن عمر فسمعته يبايع و يقول لا خذابة لا خذابة }.

وهذا الحديث بهذا اللفظ ليس في اثبات خيار الشرط، وإنما هو في شأن الغبن والخديعة في البيع، ولكون هذا الخبر ليس في خيار الشرط. قال النووي رحمه الله: {واعلم أن أقوى ما يحتج به في ثبوت خيار الشرط الاجماع، وقد نقلوا فيه الاجماع وهو كاف}[1].

أما الإتجاه الثاني، إنه يجوز للمتعاقدين أو لأحدهما إشتراط الخيار مدة تزيد على ثلاثة أيام، وبه قال أبو يوسف، و محمد بن الحسن من الحنفية، والحنابلة، والامامية، وهو القول الصحيح عند الاباضية، وقول القاسمية، وبه قال الحسن بن صالح، رحمهم الله تعالى. حيث استدل أصحاب هذا القول بعموم قوله تعالى:«**يَأَيُّهَا اَلَّذِينَ ءَامَنُوَاْ أَوْفُواْ بِالعُقُودِ** »*.

[1]-عطية فياض، مرجع سابق، ص، 122.

ووجه الدلالة من لآية: أن الله تبارك وتعالى أمر بالوفاء بالعقود، قيل: أن العقود هنا عقدة الإنسان مع غيره من بيع وعتق وشبه ذلك، والشرط منها، والأمر يفيد الوجوب ما لم يصرفه صارف، ولا صارف هنا، إذا الإيفاء بالشرط[1].

والإتجاه الثالث، إن مدة الخيار متعلقة بما يمكن إختبار المبيع في مثله، ولا يتعين له مدة، وإنما تختلف بإختلاف السلع، في الدار والأرض ونحوه، وفي الدواب والثياب ثلاثة أيام، و في الفاكهة ساعة، و بالجملة فلا يجوز الأجل الطويل الذي فيه فضل عم إختيار البيع، و هو مذهب المالكية. واستدل المالكية بأن الخيار قد ثبت معللا بعلة هي الحاجة إلى إختبار المبيع وهذه العلة تتفاوت بتفاوت المبيعات.

ويناقش هذا: بأن ما ذكر لا يصلح علة، لأن من شرط العلة أن تكون وصفا ظاهرا منضبطا، ولو سلم صحة ما ذكروه للعلة، فإن الحاجة إلى اختبار المبيع تندفع بمدة ثلاث.

والراجح ما ذهب إليه أبو حنيفة ومن رافقه، لأن شرط الخيار ثبت على خلاف الأصل لأنه لا يخلو من غرر، لكنه شرع بالنص، فيقتصر فيه على ما ورد به النص. قال العلامة السرخسي في توجيه هذا : لأن سبب اشتراط الخيار يتمكن معنى الغرر وبزيادة المدة يزداد الغرر، وقد كان القياس أن لا يجوز اشتراط الخيار في البيع أصلا، وهو قياس يسند الأثر، لأنه صلى الله عليه وسلم نهى عن الغرر، إلا أنا تركنا القياس في مدة الثلاثة، لورود الأثر فيه وجواز العقد مع القليل من الغرر لا يدل على الجواز عندة كثرة الغرر.

2-3 – عقود المبادلات:

المبادلات تطلق على أحد العقود المصنفة ضمن عقود المشتقات المالية، التي سبق تعرف بها، ويتم التعامل بها في الاسواق المنظمة.

2-3-1- ماهية المبادلات:

المبادلات جمع مبادلة، (والمبادلة : التبادل)، وهي (مفاعلة من بدلت)، يقال: بادل الرجل مبادلة وبدالا: أعطاه مثل ما أخذ منه. وبدل الشيء، وبدله: الخلف منه.

وتعرف المبادلة في الإصطلاح الفقهي بأنها: (بيع النقد بمثله عددا). وقيل أن البيع النقد بالنقد غير صنفه، وبصنفه مسكوكين عددا يسمى المبادلة، وبه وزنا يسمى مراطلة. والمبادلةِ إسم من أسماء البيع، قال في بدائع الصنائع: "البيع في اللغة والشرع، إسم للمبادلة وهي مبادلة شيء مرغوب بشيء مرغوب، وحقيقة المبادلة بالتعاطي وهو الأخذ

[1]- إبراهيم بن محمد بن مفلح، مرجع سابق، ص، 117.

والإعطاء وإنما قول البيع والشراء دليل عليهما"[1].

2-3-2- شروط المبادلة في الفقه الاسلامي:

ذكر الفقهاء لمبادلة النقد بمثله مسكوكا عددا شروطا منها:

- أن تقع بلفظ المبادلة وقصد المعروف ؛
- أن تكون معدودة؛
- أن تكون الزيادة في الوزن دون العدد؛
- أن تكون في كل دينار أو درهم سدس فأقل؛

2-3-3- أنواع عقود المبادلات وأحكامها الفقهية:

عقود المبادلات إلى أنواع، أبرزها: مبادلة أسعار الفائدة، مبادلة السلع، ومبادلة العملات، ومبادلة معدل عوائد الأسهم، وسنتطرق لمفهوم كل منها وبيان حكمها.

- عقد مبادلة أسعر الفائدة وحكمها الفقهي:

عرف هذا العقد بأنه: (العمليات التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين على مقايضة معدلات عائد متغيرة بمعدلات عائد ثابتة، على مبلغ محدد بعملية معينة، دون أن يقترن ذلك-بالضرورة - بتبادل هذا المبلغ).

وتتنوع عقود مبادلة أسعار الفائدة إلى نوعين:

- مبادلة الدفعات، ويراد بها عقود المبادلة التي تكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يدفعها طرف ما في مقابل ما عليه من التزامات، بأسعار فائدة متغيرة يدفعها طرف آخر في مقابل ما عليه من التزامات أيضا، ويريد الطرف الأول أن يتحول التزامه بدفع الفائدة الثابتة إلى الطرف الثاني، في مقابل أن يتحول التزام الطرف الثاني بدفع الفائدة المتغيرة إليه من غير أن يكون هناك أي ارتباط بين عقد المبادلة، وبين العقد السابق الذي نشأ عنه التزام كل منهما[2].

[1]- هشام السعدني خليفة بدوى، عقود المشتقات المالية_دراسة فقهية إقتصادية مقارنة_ ،دار الفكر الجامعي، االاسكندرية، مصر، ط 1، 2011 ص ص، 365- 367.

– مبادلة المقبوضات؛ ويراد بها عقود المبادلة التي تكون موضوعها مبادلة أسعار فائدة ثابتة يقبضها طرف ما، في مقابل ما يملكه من سندات أيضا ويريد كل منهما أن يغير نوع دخله، من فائدة ثابتة إلى فائدة متغيرة والعكس؛ لما يراه كل منهما من مصلحة له في ذلك التغيير دون أن يكون هناك مبادلة للأصول المملوكة لكل منهما.

– الحكم الفقهي؛ عقد مبادلة أسعار الفائدة – كما تقدم – هو عقد لمبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض كما قد يوهمه التعبير السابق وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة ف الوقت المحدد لإجراء المبادلة.

وإذا كان الامر كذلك، كان ذلك في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل*، وربا النسيئة** إذا كانت النقود من جنس واحد(أي من عملة واحدة)، أو ربا النسيئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين). وهذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات من تحريم الربا بنوعيه، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف) التماثل، والحلول، والتقابض في مجلس العقد إذا كانت النقود من جنس واحد، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين.

2-4- مبادلة السلع وحكمها الفقهي:

يراد بعقد مبادلة السلع: أن يقوم (أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا) [1].

2-4-1 الحكم الفقهي:

وبالنظر في التعريف المتقدم بعقد مبادلة السلع يتبين إنطباق هذا التعريف مع المسألة المعروفة عند الفقهاء (عكس مسألة العينة)، مع اختلاف الصياغة.

[1]- هشام السعدني خليفة بدوى، مرجع سابق، ص، 384.

* ربا الفضل: وهو ما ينشأ من مبادلة متجانسين مبادلة فورية مع زيادة أحد البديلين على آخر.

**ربا النسيئة: وهو ينشأ من مبادلة متجانسين (ذهب بذهب) مثلا، مع التأخير

فعكس مسألة العينة هي: (أن يبيع السلعة أولا بنقد يقبضه ثم يشتريها من مشتريها بأكثر من الأول من جنسه، نسيئة أو لم يقبض).

وعقد مبادلة السلع (بعد إعادة صياغة التعرف السابق) هو: أن يبيع شخص ما سلعة بالسعر السائد، ويتم قبض الثمن فورا، ثم يقوم بشرائها من المشتري نفسه بأكثر من الثمن الأول، على أن يتم سداده في فترات متفق عليها. وإذا كان الأمر كذلك، فإن حكم عقد مبادلة السلع يعرف من الحكم في هذه المسألة، وهو ما اختلف فيه أهل العلم على قولين؛

القول الأول: (الجواز) وإليه ذهب المالكية إذا لم يكن المتعاملون بها من أهل العينة، وهو رواية عن الإمام أحمد رحمه الله، "إذا لم تكن حيلة على الربا".

ويمكن أن يستدل لهذا القول بأن الأصل في المعاملات الحل، حتى يقوم دليل المنع، ولم يوجد في هذه المسألة.

القول الثاني: (عدم الجواز) وقال في المغني: بعد أن ذكر رواية المنع في هذه المسألة: (ويتحمل أن يجوز له شراؤها بجنس الثمن بأكثر منه، إلا أن يكون ذلك عم مواطأة، أو حيلة فلا يجوز، وإن وقع ذلك اتفاقا من غير قصد، جاز؛ لأن الأصل حل البيع وإنما حرم في مسألة العينة بالأثر الوارد فيه، وليس هذا في معناه، ولأن التوسل بذلك أكثر، فلا يلتحق به ما دونه).

وبالنظر في عقد المبادلة السلع يظهر فيه قصد التحايل على الربا، وأن المراد منه أخذ نقود في نقود أكثر منها، بدليل أن السلعة ليست مقصودة بالعقد، ولهذا لا يجري لها قبض أصلا[1].

وبذلك يتبين أن عقد مبادلة السلع – بالصورة المذكورة – غير جائز شرعا، والله أعلم.

2-5- مبادلة العملات وحكمها الفقهي:

وعرف بأنه (شراء أو بيع عملة على أساس التسليم الآني، بالسعر الآني، و إعادة بيعها أو شرائها في نفس الوقت على أساس التسليم الآجل، بسعر تسليم آجل، يتم تحديده... على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض و الودائع بين العملتين).

[1]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق ص، 1106 .

2-5-1- الحكم الفقهي:

بالنظر في عقد مبادلة العملات يتبين أن هما عقدين العقد الاول: بيع عملة بعملة أخرى بيعا حالا وهذا لا إشكال فيه بحد ذاته إذا حصل التقابض في مجلس العقد؛ لأنه صرف توفرت فيه شروطه من الحلول والتقابض.

العقد الثاني: بيع العملة المشتراة في العقد الاول بالعملة الاخرى بيعا آجلا، وهذا عقد محرم؛ لانه صرف مستأخر تأجيل فيه فبض العوضين، فدخله ربا النسيئة، و بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه.

لكن يلاحظ هنا أن العقد الثاني شرط في العقد الاول؛ لأنهما دخلا فيه على أن يشتري أحدهما من الآخر ما باعه في العقد الأول بيعا آجلا، وهو شرط محرم؛ لمخالفته كتاب الله؛ لما دخله من الربا وبيع الدين بالدين، وقد قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:(ما كان من شرط ليس في كتاب الله فهو باطل، وإن كان مائة شرط...)

- حكم القروض المتبادلة بشرط، إذا أقرض إنسان آخر قرضا وشرط عليه أن يقرضه في مقابل ذلك، فلا يظهر أن هناك خلافا بين المتقدمين من أهل العلم في عدم جوازه؛ لأن ذلك قرض جرّ نفعا، وهو محرم بإجماع أهل العلم، وقد جاء ذلك مصرحا به عند المالكية، والشافعية، والحنابلة.

وقال في المغني: "وأن شرط في القرض ان يؤجره داره، أو يبيعه شيئا، أو أن يقرضه المقترض مرة أخرى لم يجز، لأن النبي صلى الله عليه وسلم نهى عن بيع وسلف، ولأنه شرط عقدا في عقد فلم يجز، كما لو باعه داره بشرط أن يبيعه الآخر داره".

2-6- مبادلة معدل عوائد الاسهم وحكمها الفقهي

عرف عقد مبادلة عوائد الأسهم بأنه: (الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصل مالي آخر) [1]

2-6-1- الحكم الفقهي:

وهذا يعني أن المبادلة لا تتم على نفس الأسهم، وإنما تتم بين معدل العائد لسهم ما، كأسهم شركة الراجحي، و بين معدل العائد لسهم آخر، أو مجموعة من الاسهم، كالأسهم المتداولة في سوق ما، أو بين معدل العائد لسهم ما، وبين سعر الفائدة السائدة في تاريخ محدد.

عقد المبادلة عوائد الأسهم هو في حقيقته عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، و جهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في الوقت المحدد لإجراء المبادلة.

[1]- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق ص، 1116.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل تبين لنا أن آلية عمل السوق المالية الاسلامية تعتمد على التنظيم الاداري للسوق المالية الاسلامية وتشرف عليها العديد من الاجهزة الشرعية.

وأن هناك اجرءات لابد من التعامل بها في السوق المالية الاسلامية ابتداء من قيد الاوراق المالية الاسلامية الى اوامر البيع والشراء للاوراق المالية الاسلامية وصولا الى كيفية تحديد الاسعار فيها.

وتتيح الأسواق المالية الاسلامية فرص للتمويل الاسلامي من خلال ما تقدمه من الادوات المالية بالضوابط الشرعية من صكوك والاسهم.

كما يجرى التعامل في هذه السوق أيضاً على العديد كم الأدوات والمشتقات المالية كالعقود الخيار و العقود الآجلة والمسقبلية بالإضافة إلى عقود المبادلات وغيرها من الأدوات والعقود التي أفرزتها الهندسة المالية وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.

لقد خطت بعض الدول الاسلامية خطوات مهمة وإيجابية نحو انشاء سوق مالية اسلامية، تمارس وظائفها على النحو الذي نظر لها وفي مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق مالي إسلامي الذي يعد جزءا مهما من النظام المالي الماليزي، وهو النموذج الامثل للاسفادة منه في اقامة سوق مالي اسلامي في الجزائر، وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث.

قائمة المراجع

القرآن الكريم

الأحاديث النبوية الشريفة

أولا: باللغة العربية

أ: الكتب

1. إبراهيم بن محمد بن مفلح، المكتب الإسلامي، دار المعرفة، بيروت، لبنان، الطبعة 2، 2001.

2. أحمد محي الدين احمد، أسواق المال وأثارها الإحصائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم البحوث والدراسات الشرعية، جدة، السعودية، الكتاب الثاني، بدون طبعة 1995.

3. أحمد بن محمد الخليل، أحكام الأسهم والسندات في الفقه الإسلامي، دار الجوزي، السعودية، الطبعة1، 2002.

4. الصنعاني، محمد بن إسماعيل، سبل السلام، دار إحياء التراث، بيروت، لبنان، طبعة ، 1960.

5. الشافعي، محمد بن إدريس: موسوعة الإمام الشافعي، تحقيق أحمد حسون، دار قتيبة، لبنان، الجزء الثالث، 1996.

6. بشير محمد موفق لطفي، التداول الالكتروني _طرقه الدولية وأحكامه الشرعية_، دار النفائس، قطر، الطبعة1، 2008.

7. هشام السعدني خليفة بدوى، عقود المشتقات المالية_دراسة فقهية اقتصادية مقارنة_ ،دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 2011.

8. حسني عبد السميع إبراهيم، أحكام البورصة والتوريق والتورق، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، الطبعة1، 2012.

9. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، الطبعة1، 2010.

10.مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، السعودية، الطبعة1، 2005.

11.محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 2011.

12.محمد أحمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 2006.

13. محمد الأمين ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، دار ابن حزم، لبنان، الطبعة1، 2011.

14.محمود سامي، تطوير الأعمال المصرفية بما يتفق والشريعة الإسلامية، مكتبة الأقصى، الأردن، الطبعة1، 1976.

15.منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة1، 1999.

16.مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، الطبعة1، 2009.

17.نعيم حسني دهمش، الإطار التنظيمي للمحاسبة، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، الطبعة1، الأردن، 2007.

18.علي كنعان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، مطبعة الروضة، سوريا، الطبعة1، 2009.

19.عصام فهد العربيد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا، سوريا، الطبعة1، 2002.

20.عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في البورصة، المشروع والمنهي عنه شرعا، دراسة بكلية الشريعة والقانون جامعة الأزهر، مصر، الطبعة1، .

21.عطية، فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، الطبعة1، 1997.

22.صحيح البخاري 743/2، كتاب البيوع، باب البيعان بالخيار، حديث رقم 2005، دار ابن كثير، بيروت ،الطبعة 3، 1987.

23. شمعون شمعون: "البورصة" الأطلس للنشر، الجزائر، الطبعة1، 1993.

24. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي، دار الفكر، سوريا، الطبعة1، 2002.

ب–الرسائل والأطروحات الجامعية:

1. أسامة يوسف الجزار، العقود الآجلة في الاقتصاد الإسلامي البديل، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في الفقه المقارن، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
2. إلهام طراد، مروى مزهودي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)، جامعة العربي تبسي تبسة، 2016/2015.
3. آيت اكان، بوصيقع فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة اكلي محند اولحاج البويرة، 2015/2014.
4. آيت مولود فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون ،جامعة مولود معمري تيزي وزو، 01جويلية 2012.
5. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005/2006.
6. بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة، " دراسة لواقع التجربة المغربية "، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص، الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.
7. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
8. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية – دراسة في المقومات والأدوات – من وجهة نظر إسلامية، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2008.
9. بن عمر محمد الصالح، لجنة تنظيم مراقبة عمليات البورصة ودورها في ضبط السوق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في الحقوق تخصص: قانون الإعمال، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، 2015/2014.

10. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية –دراسة قياسية– أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012.
11. حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2011/2010.
12. حليل نوارة، النظام القانوني للسوق المالية الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، تخصص القانون، جامعة مولود معمري تيزي وزو، بدون تاريخ.
13. حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد جامعة الزقازيق، مارس 2002.
14. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الوراق المالية الماليزي، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات العمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013/2012.
15. محي الدين محمود عمر، أثر استخدام معايير المحاسبة والمراجعة من منظور إسلامي في الحد من الأزمات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير تخصص محاسبة، جامعة الجزائر2014/2013.
16. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا "، مذكرة لنيل شهادة الماجستير كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
17. نورة بومدين، الأسواق المالية في الدول الإسلامية "معالم الواقع وآفاق المستقبل" دراسة تجربة السوق المالي الماليزي، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011/2010.
18. سميحة بن محياوي، الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

19. سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود والمالية، جامعة الجزائر، 2012-2013.
20. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، 2013-2014.
21. عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC40، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2010.
22. عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار _ دراسة تجارب دولية _، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2016.*
23. قاسم شاوش لامياء، الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، جوان 2005.
24. قط سليم، مفضلة الاستثمار بين الأسواق المالية المعاصرة و سوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2016.
25. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/ 2010.

ج-الملتقيات والمؤتمرات:

1. أحمد شمس الدين بوعرار، عمر محمود محي الدين، الإفصاح المحاسبي من منظور إسلامي كآلية لتطوير أسواق المال الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01.
2. بن قيدة مروان، معوشي عماد، الفرص الواعدة لتوسع سوق رأس المال الإسلامي واقع وآفاق، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01.

3. بوعزة عبد القادر، إجراءات الدخول و التمويل من خلال بورصة القيم المنقولة في الجزائر، ملتقى الوطني: "أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائي"، أدرار، 2007.*
4. بزاز حليمة، المشتقات المالية ومخاطرها، ورقة مقدمة في جامعة العلوم الإسلامية الأمير عبد القادر، قسنطينة، 2010.*
5. جمال عمارة، سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، ورقة مقدمة لملتقى دولي، دراسة حالة الجزائر، جامعة بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006.
6. جمال العمارة، رايس حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، الجزائر يومي 21،22 نوفمبر 2006.
7. زيدان محمد، نورين بومدين، مداخلة بعنوان "دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر" الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 22/21 نوفمبر 2006.
8. كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم ضمن المؤتمر العالمي الثالث الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 2005 .
9. ماجن محمد محفوظ، سبل تطور أسواق المال الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم 2016/12/01.
10. محمد براق، شوقي جباري، عبد الحميد حفيظ، معوقات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة حالة الجزائر، بحث مقدم ضمن المؤتمر الدولي الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2004.
11. سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة الأسواق المالية العربية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، يومي 22/21 نوفمبر 2006.
12. سماي علي وآخرون، الصكوك الإسلامية في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس، جامعة المدية، يوم2016/12/01.

13.سعيدي فاطمة الزهراء، حميدي كلثوم، البورصة الإسلامية مقومات الإنشاء وآليات التطوير، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الوطني الخامس،جامعة المدية، يوم2016/12/01.

14.فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفية الإسلامية، بنك الاستثمار المالي، السودان، 2008.

15.خديجة شوشان، رائد نصري أبو مؤنس، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2013.

د–المجلات والدوريات:

1. بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة المسيلة، 2015.

2. محمد الأمين خنيوة، حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية: الواقع والتحديات والمناهج، مجلّة الواحات للبحوث والدراسات العدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011.

3. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، عدد 09، ورقلة، 2011.

4. نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية ، مجلة دورية نصف سنوية، المجلد الخامس، العدد10، 2013.

5. سلطان مونية، مفتاح صالح، الأدوات المستخدمة في السوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثالث عشر جوان 2013.

6. عبد العزيز الريعي، تعليق التداول في أسهم الشركات المخالفة خطوة هامة لتنظيم سوق أسهم السعودية، جريدة الرياض، مؤسسة اليمامة، العدد 13437، المملكة العربية السعودية، 2005.

هـ–التقارير:

1. بورصة ماليزيا، التقرير السنوي 2012.
2. هيئة الأوراق المالية الماليزية، إحصائيات عن سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
3. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2011.
4. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة :الاستعلام عن المؤتمن المركزي على السندات، تقرير 2004، الجزائر.
5. حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2003.
6. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 2010.
7. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2012.
8. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2013.
9. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2014.
10. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2015.
11. صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لبورصة الجزائر، الربع الرابع2016.

و–البحوث والمحاضرات:

1. الزرقا مصطفى، عقد الاستصناع في الفقه الإسلامي، بحث مقدم في المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، جدة، السعودية، 1995.
2. حمدي شحدة زعرب، محاضرات في الأسواق المالية، الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد، فلسطين، 2006.
3. محمد نور الدين غادون، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، السعودية، 2008.
4. مفتاح صالح، قط سليم، المشتقات المالية الإسلامي كبديل للمشتقات المالية الوضعية في أسواق الأوراق المالية الإسلامية، جامعة بسكرة، 2016، ورقة بحثية.
5. سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية معمق، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الدكتور يحي فارس المدية، 2015/2014.

6. توفيق حطاب، نحو الأسواق المالية، بحث مقدم في قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، الأردن، 2009.

ز–المراسيم والتشريعات:

1. المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتتم بالقانون رقم 04/03 المؤرخ في 17 فبراير سنة 2003.
2. المرسوم التشريعي رقم: 93 /10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
3. المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية ، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.
4. المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، الجريدة الرسمية، العدد 34، الصادر بتاريخ 23 ماي 1993.
5. المادة 715 مكرر30 من القانون 93-08 المعدل والمتمم من القانون التجاري.

ثانيا– مراجع باللغة الأجنبية:

أ–المؤتمرات والتقارير:

1. Securities commission of Malaysia, list of shariah Advisory Council of Securities commission, Kuala Lumpur, nov 2011.
2. conference on Managing & Implementing Interest-Free Banking/Islami
3. Engku Ali, Engku RabiahAdawiah, Islamic Debt Securites/Bonds, Workshop on Islamic Bonds, Sukuk and Securitization, Istana Hotel Kuala Lumpur, Malaysia, 29 – 30 June, 2005 , Slide 14.
4. I jlal Ahmed Alvi, Islamic capital market overview and role of sukuk, Islamic finance –aparadigm shift in Africa 28-29 March 2011 Kenya.
5. Securities commissions, annuel report (2006.2008.2010.2012
6. Rashdan Ibrahim, Vienna Austria, Malaysian dominance in the issuance of Sukuk tradable and liquid market, overview-Malaysia vs the world.

ثالثا– مواقع الانترنت:

1. www.cosob.org/wp-content.
2. http://www.annasronline.com/
3. www.kantakji.org/fiqh/files/banks/101044.doc
4. .www.qaradaghi.com
5. www.siironline.org/alabwab/derasat(01)/627.htm
6. www.darelmashora.com/download.ashx?docid=2107
7. www.muslim-library.com/ مجلة الاقتصادي العالمي:.
8. www.bursamalaysia.com/corporate/:بورصة ماليزيا
9. www.sc.com.my/ هيئة الأوراق المالية الماليزية:
10. www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type:هيئة الأوراق المالية
11. http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/ بورصة ماليزيا:
12. www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles
13. www.amf.org.ae/:صندوق النقد العربي
14. www.cosob.org/wp-content لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

Summary:

The Islamic financial market occupies an important and distinctive position in contemporary economic systems and is one of the most important and fundamental elements in the financial sector. It plays a very important role in the financial financing operations of the various economic projects. Therefore, the subject of establishing and developing Islamic financial market has its characteristics and characteristics, And its components and institutions that support them, especially their financial instruments. The first steps to establish an Islamic financial market based on solid foundations lie in the extent to which financial instruments are regulated by the controls of evil Yeh version and traded, especially those compliant stocks and the provisions of Islamic Sharia and Islamic instruments, as these tools play a significant role in the development and revitalization of the Islamic financial market, and to provide alternative for investors lends success and excellence on the performance of this market, and Thnbar of the most prominent growth factors and cohesion.

It is worth mentioning that Malaysia is one of the first countries to set up an Islamic financial market with the rules and regulations of Islamic Shari'ah. The legal instruments that it offers to investors to increase the success of financial markets are the ideal model for adopting an Islamic financial market in Algeria and benefiting from it. In their development.

المستخلص:

تحتل السوق المالية الاسلامية مكانة هامة ومميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة والأساسية في القطاع المالي، حيث تقوم بدور بالغ الأهمية في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة، ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية بميزاتها وخصائصا التي تختص بها، ومبادئها وضوابطها التي تتقيد بها، وعناصرها ومؤسساتها التي تدعمها وخاصة أدواتها المالية المتداولة فيها، حيث تبين أن أولى الخطوات لإنشاء سوق مالية إسلامية تقوم على أسس متينة تكمن فى مدى توفير ووجود الأدوات المالية التي تنضبط بالضوابط الشرعية إصدارا وتداولا، خاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية، حيث أن هذه الأدوات تؤدي دورا كبيرا في تطوير وتنشيط السوق المالية الاسلامية، وإتاحة البديل أمام المستثمرين يضفي النجاح والتميز على أداء هذه السوق، وتعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها.

وتجدر الاشارة إلى أن ماليزيا ما أولى الدول التي خطت نحو إقامة سوق مالية إسلامية بمادئ وضوابط موافقة وأحكام الشريعة الاسلامية، وتدوال الأدوات المالية الشرعية فيها التي تتيحها أمام المستثمرين لزيادة نجاح أداء الأسواق المالية، ويعتبر النموذج الأمثل لاعتماده في إقامة سوق مالية إسلامية في الجزائر وإستفادة منها في تطويرها.

Abstract:

The Islamic financial market occupies an important and distinctive position in contemporary economic systems and is one of the most important and fundamental elements in the financial sector. It plays a very important role in the financial financing operations of the various economic projects. Therefore, the subject of establishing and developing an Islamic financial market has its characteristics and characteristics, And its components and institutions that support them, especially their financial instruments. The first steps to establish an Islamic financial market based on solid foundations lie in the extent to which financial instruments are regulated by the controls of evil Yeh version and traded, especially those compliant stocks and the provisions of Islamic Sharia and Islamic instruments, as these tools play a significant role in the development and revitalization of the Islamic financial market, and to provide alternative for investors lends success and excellence on the performance of this market, and Thnbar of the most prominent growth factors and cohesion. It is worth mentioning that Malaysia is one of the first countries to set up an Islamic financial market with the rules and regulations of Islamic Shari'ah. The legal instruments that it offers to investors to increase the success of financial markets are the ideal model for adopting an Islamic financial market in Algeria and benefiting from it. In their development.

مقدمة

تحتل الأسواق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وبالتالي تزايد الاهتمام بإنشاء وتطويرسوق مالية إسلامية تميزها خصائص ومبادئ ومقومات وتحكمها ضوابط وقوانين معينة، وذلك نظرا للوظائف الهامة التي يمكن أن تقوم بها خاصة في مجال تسريع عجلة التنمية الاقتصادية.

وباعتبار أن السوق المالية الإسلامية أداة فعالة في اقتصاد أي دولة، فإنه من الضروري أن تتسم هذه السوق بقوانين ولوائح تحكم وتنظم آلية التعامل فيها من إصدار وتداول للأوراق المالية الإسلاميةـــ، وذلك حتى تكون خالية من كافة المحضورات الشرعية.

ومن أبرز الأسواق المالية الإسلامية نجد أن سوق م اليزيا تجربة رائدة على المستوى العالمي في مجال الصناعة المالية الإسلامية، وذلك نتيجة لشمولية النظام المالي الماليزي الإسلامي على مختلف الخدمات (خدمات مصرفية إسلامية، خدمات تكافل، سوق مالية إسلامية)،مما أدى إلى خلق بيئة مواتية لأداء مهامه بفعالية وكفاءة، بالإضافةإلى توفر مختلف المتطلبات وعوامل النجاح خاصة فيما يتعلق بالنظم القانونية والتنظيمية والتشريعية المنظمة للعمل المالي الإسلامي.

ونجد من خلال بحثنا أن الجزائر من بين الدول التي تسعى لتطبيق النموذج الماليزي الإسلامي في البورصة الإسلامية إلا أنها واجهتها مجموعة من المعوقات منها ما تتعلق بالإطار التشريعي والتنظيمي، وكذا عدم شيوع الأدوات الاستثمارية الإسلامية مقارنة بالأدوات الاستثمارية المرتبطة بالفائدة.

أولا:إشكالية البحث

اعتمادا على هذا الطرح وضمن إطار الهدف العام للدراسة، ارتأينا صياغة إشكالية موضوع بحثنا كما يلي:

هل توجد مقومات إسلامية قادرة على إنشاء سوق الأوراق مالية الإسلامية بأدواتها الشرعية في الجزائر بالاعتماد على التجربة الماليزية ؟.

ثانيا: الأسئلة الفرعية

في ضوء ما تقدم يمكن صياغة معالم الإشكالية في صورة الأسئلة الفرعية التالية:

-فيما تتمثل البورصة الإسلاميةوما هي أهم مبادئها؟

ـــ كيف تتم آلية العمل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية ؟

ـــ ما هي مكونات سوق رأس المال الماليزي وفيما تتمثل أهم الخصائص المميزة له؟

_ما هي المعوقات التي تحول دون إقامة سوق مالي إسلامي في الجزائر؟

ثالثا: فرضيات البحث

لمعالجة إشكالية البحث التي تم طرحها، اعتمدنا على بعض الفرضيات التي نراها أقرب استجابة للإجابات المحتملة:

- تختلف السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، وذلك من حيث خصائصها ومبادئها وهيئاتها ونظم تعاملاتها والأدوات المتداولة فيها.
- تساهم الأدوات المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية والأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية.
- يوجد اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا والتطبيق الفعلي لها في الجزائر لما تواجهه بورصة الجزائر من معوقات وعراقيل.

رابعا: أهمية البحث

تنبع أهمية البحث في التعرف على السوق المالية الإسلامية وأهم المبادئ والضوابط التي تقوم عليها. كذلك تنبع الأهمية في محاولتنا في إبراز كيفية عمل السوق المالي الإسلامي والأدوات الخاصة التي تمكن من التعامل فيها وإمكانية إقامة سوق مالية إسلامية في الجزائر بالاعتماد على التجربة الماليزية.

خامسا: أهداف البحث

نهدف في بحثنا هذا إلى تحليل أداء الأسواق المالية الإسلامية، والتعرف على خصائصها وضوابطها، وكذا مختلف المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية وإمكانية تطبيقها في الجزائر وأهم المعوقات التي تواجهها.

سادسا: حدود البحث

نظرا لطبيعة الموضوع والذي جاء تحت عنوان بورصة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي فإنه سيتم التركيز على الأسواق المالية الإسلامية بما فيها من أدوات مالية متوافقة وأحكام الشريعة، وحتى يكون التحليل دقيقا لتوفر المعطيات.

كما تم الأخذ بالفترة الزمنية المحصورة ما بين (2005-2016) كفترة للتحليل، نظرا لملائمتها بمتطلبات البحث، هذا مع اعتمادنا على مصطلح الأسواق المالية الإسلامية.

سابعا: منهج البحث

حتى نتمكن من الإجابة والإلمام بهذا الموضوع واختبار الفرضيات المعتمدة، قمنا بإتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعملنا المنهج التاريخي كدراسة لنشأتهما، رغبة منا إلى الوصول إلى الأهداف المرجوة وإنجاز دراستنا على أكمل وجه.

ثامنا: أسباب اختيار الموضوع

توجد عدة أسباب دفعتنا إلى اختيار البحث في هذا الموضوع دون غيره من المواضيع الأخرى، يمكن تلخيصها في الخطوط العريضة الآتية:

- المساهمة في لفت انتباه الرأي العام الإسلامي للاهتمام بالدراسات والبحث في مجال لا يقل أهمية عن المجالات الأخرى، وهو توظيف الأموال وفق مبادئ الشريعة الإسلامية من خلال تجربة دولة إسلامية مثل ماليزيا في سوق الأوراق المالية،ومناقشة مالها وما عليها للاستفادة منها في المستقبل.
- أن الموضوع يندرج ضمن مجال تخصصنا.

تاسعا: الدراسات السابقة

. دراسة شافية كتاف2014:

بعنوان **دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشي وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية على لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر** وتعد دراسة مهمة في تسليط الضوء على دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول تناول الجزء النظري للدراسة في فصلين، الفصل الأول تحت عنوان المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية والفصل الثاني تحت عنوان تنظيم وإدارة السوق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجارب ماليزيا والبحرين ودبي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، كما تناول الجزء التطبيقي للدراسة في الفصلين الآخرين، في الفصل الثالث تم التطرق إلى دور الأسهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية والفصل الرابع تم التطرق فيه إلى دور الصكوك الإسلامية تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية في بعض الأسواق المالية العربية، أما الفصل الخامس تطرقت فيه إلى دور صناديق الاستثمار الإسلامية تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، والفصل السادس دور الهندسة المالية الإسلامية تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامي وتوصلت الدراسة إلى أن نجاح السوق المالي وتطوره يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية فيه ، إلا أن الباحثة لم تتعرض لدراسة حالة

الجزائر ضمن دور الصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية في بعض الأسواق المالية العربية وهذا ما سنطرق له في بحثنا.

. محمد الأمين ولد عالي 2011:

كتاب بعنوان **التنظير الفقهي والتنظيم القانوني لسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية (السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي)، دار ابن حزم، لبنان، الطبعة الأولى**،للإلمام بالموضوع قام الباحث بتطرق لموضوع مقاصد الشريعة وعلاقتها بالجانب المالي للشريعة الإسلامية، وقام بعقد مقارنة بين السوق المالية في نظام الاقتصادي الربوي والسوق المالية الإسلامية موضحا أهم البدائل الشرعية، كما تطرق لموضوع التنظير الفقهي في مجال إقامة سوق مالية إسلامية، من ثم عالج موضوع التنظيم القانوني بإقامة سوق مالية إسلامية ، إلا أن الباحث لم يت طرق لكيفية استفادة الجزائر من النموذج الماليزي، وهذا ما سنتناوله في بحثنا هذا.

. دراسة كمال توفيق حطاب2005:

ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث الاقتصاد الإسلامي بعنوان **نحو سوق مالية إسلامية،المملكة العربية السعودية**، لقد هدف الباحث من خلال هذه الدراسة للبحث في إمكانية إيجاد سوق مالية إسلامية للخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة، ولأجل ذلك قام بعرض الأدب الاقتصادي والمالي المتعلق بالموضوع، ومن ثم عرض آليات العمل بالخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة في السوق المالية في الاقتصاديات المعاصرة وذلك لغرض تقييمها وتطويرها بما يتفق والشريعة الإسلامية، وقد توصلت الدراسة إلى انه من الممكن قيام سوق مالية إسلامية للعقود الآجلة في ظل العمل بضوابط شرعية خاصة كما إن وجود هذه السوق سوف يزيد في كفاءة استخدام الموارد وعدالة توزيعها ، حيث نجد أن الباحث ركز على دراسة عقود الخيارات والمستقبليات والعقود الآجلة فقط في حين أننا تعرضنا لدراسة آليات العمل في السوق المالية الإسلامية بصفة عامة.

عاشرا: صعوبات البحث

لقد واجهتنا مجموعة من الصعوبات في إعداد هذا البحث، خاصة فيما يتعلق بجمع البيانات والإحصائيات التي كانت في بعض الأحيان متضاربة فيما بينها، وكذا قلة المراجع حول تطور إصدار بورصة

ماليزيا للأدوات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وكذلك الحصول على الإحصائيات الحديثة المتعلقة ببورصة ماليزيا ونشاطها.

إحدى عشر: هيكل البحث

سنتناول في **الفصل الأول** والذي وضع تحت عنوان **الإطار العام للبورصة الإسلامية،** ثلاث مباحث،حيث يتطرق المبحث الأول إلى ماهية البورصة الإسلامية وخصائصها الأساسية، وفي المبحث الثاني مبادئ البورصة الإسلامية ومقومات إنشائها، ويتطرق المبحث الثالث إلى وظائف البورصة الإسلامية.

الفصل الثاني سنحاول فيه **إبراز آلية العمل في بورصة الأوراق المالية الإسلامية** من خلال ثلاث مباحث، و هذا بالتعرض التنظيم الإداري للسوق المالية الإسلامية في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني سنتطرق إلى إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية، أما المبحث الثالث سنتطرق فيه إلى الأدوات المالية المتعامل بها.

وفي **الفصل الثالث** سنطرق إلى سوق رأس المال في ماليزيا واستفادة الجزائر منه وذلك في ثلاثة مباحث، سنتناول في المبحث الأول سوق رأس المال الماليزي من حيث الطبيعة والنشأة، في المبحث الثاني قمنا بدراسة واقع وأفاق بورصة الجزائر من حيث الإ طار التنظيمي والمعوقات التي تواجهها ، وفي المبحث الثالث سنتناول إمكانية إقامة بورصة إسلامية في الجزائر بالاعتماد على التجربة الماليزية. وفي الأخير توصلنا إلى بعض النتائج والتوصيات.