جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم: العلوم الإقتصادية

الموضوع:

دور البنوك في تنشيط الأسواق المالية عن طريق أدوات التمويل الإسلامي

دراسة حالة ماليزيا 2008 - 2018

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم الإقتصادية

تخصص:اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الطالبتين :

جاسم كريمة

رمل خديجة

تحت إشراف الدكتور

عامر كمال

أعضاء لجنة المناقشة

سعودي محمد	أستاذ محاضر " أ "	جامعة يحي فارس بالمدية	رئيسا
عامر كمال	أستاذ محاضر" أ "	جامعة يحي فارس بالمدية	مشرفا
سعيدي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر" أ "	جامعة يحي فارس بالمدية	ممتحنا

السنة الجامعية 2018-2019

كلمة شكر و تقدير

الحمد لله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، نشكره على توفيقه و عظيم امتنانه.

و بالكلام الطيب و أسمى عبارات الشكر و الثناء، أتقدم إلى أستاذنا العزيز و الفاضل الأستاذ الدكتور عامر كمال ، لمساعدته لنا في هذا البحث، وأولى مساعدته لنا قبوله الإشراف على توجيهنا و نتقدم كذلك بالشكر إلى أعضاء اللجنة الموقرة على قبولهم مناقشة هذا البحث و توجيهه، كما نتقدم بالشكر إلى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية بجامعة المدية

إهداء

يعد هذا العمل خالصا لوجه الله و لرسوله الكريم عليه الصلاة و السلام

إلى من أعطى فلم يكل العطاء و بذل فكان أسمى من السخاء "أبي"

إلى من قاسمتني السهر و العناء فكانت لأسقامي خير دواء "أمي"

إلى من هم بحق أهل الوفاء و منبع الإخاء إخوتي سعاد ، فاطمة، عمر، مُحَمَّد.

إلى من أسروا قلوبنا صديقاتي سهام، البهجة، وسيلة، جميلة، رزيقة، سعاد، حنان، فاطمة و أخص بالإهداء إلى زميلي في العمل عيسى، و إلى شريكتي في العمل خديجة، و إهداء خاص إلى المفتش عيساني توفيق

وإلى كل من نسيهم قلمي و لم يذكرهم لساني

إلى أساتذتي الكرام و طلبة الماستر تخصص اقتصاد نقدي و بنكي و إلى كل طالب علم مثابر مجتهد.

كريمة

اهداء

قال الله تعالى:" وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا"

إلى روح والديّ الغاليين اللّذان غيبهما الأجل إلّا أنّهما لا زالا حيين من خلال ما غرساه

في من مبادئ السعي إلى طلب العلم و النهل من سبله وعدم التقاعس في اللحاق بالطموح الراقي

إلى من قاسمان سعادة و شقاء الدّنيا أخي هشام و أختي آمنة

إلى ريم و رنيم بسمتا العائلة

إلى رفيقتي في العمل بمثابرتها و حرسها على النجاح كريمة

إلى صديقتي سحاري فريدة

إلى كلّ أساتذتي الأفاضل

إلى كلّطلبة دفعتي تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

إلى كلّمن دعمني و لو بكلمة أو دعاء

خديجة

Abstract

This study focused on the effectiveness of banks on the financial market's activity .Banks are responsible on all monitoring resources that related to finance , and trading of their exporting issued instruments guarantee the stability and efficiency of financial market. Islamic financial markets areconsidered as one of the appropriate solutions to the economic development issue in any country, thanks to the flexibility of Islamic finance against economic shocks. In addition, it is based on the principals of sharing risks and reducing excessive interest's risks by transferring surpluses from surplus categories to deficit groups within the framework of participation for investor and investment. Our aim from this study is highlighting the complementary relationship between the role of banks and the activation of financial market .The activity and strength of one depends on each other .So, banking and financial system complement each other in balanced context which is imposed by Islamic financing instruments though issuance as well as trading, and how this instruments effect this relationship.

Finally, we concluded our study that there is a fundamental relationship between the banking and financial system in the Islamic capital market, and the vital role played by Islamic financing instruments in activating this market, especially the Islamic Sukuk .And we proved this when we dropped the theoretical part on the Malaysian case, and its experience in activating the Islamic stock markets through Islamic instruments as the leader in the Islamic financial industry , thanks to the dual banking system , the comprehensive legal framework, and supporting the Islamic capital market and securities commission of Malaysia.Through this integrated approach, Malaysia has proved its worth in increasing the capitalisation of the Islamic capital market, ensuring its stability and economy as a whole.

Key words: Financial market, Islamic Finance instrument, banking system, banks, Islamic stocks market, Islamic Sukuk.

فهرس المحتويات.

العنوان	الصفحة
كلمة شكر و عرفان	
الإهداء	
المستخلص	
فهرس المحتويات	
قائمة الأشكال	
مقدمة	
الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية	
تمهيد	02
المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية	03
المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية و خصائصها	03
المطلب الثاني: أركان و أهمية الأسواق المالية	05
المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية و مقوماتها الأساسية	09
المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية و اتجاهاتها الحديثة	15
المطلب الأول: سوق النقد	15
المطلب الثاني: سوق رأس المال	19
المبحث الثالث: أدوات الاستثمار المالي في الأسواق المالية	23
المطلب الأول: الصكوك الاسلامية	23
المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية	32
خلاصة الفصل	35
الفصل الثاني: الجهاز المصرفي و دوره في أسواق المال	
تمهيد	37
المبحث الأول: النشاط المصرفي طبيعته و أهميته	38
المطلب الأول: نشأة و تطوير الفكر المصرفي	38
المطلب الثاني: أهمية و وظائف الجهاز المصرفي	41
المطلب الثالث: بنية و هيكل الجهاز المصرفي الحديث	44
المبحث الثاني: التكامل في وظائف الجهاز المصرفي و سوق المال	52

المطلب الأول: البنوك المركزية وتنشيط الأسواق المالية	52
المطلب الثاني: دور البنوك التجارية في الأسواق المالية وأهميتها	55
المطلب الثالث: دور البنوك الإسلامية في الأسواق المالية وأهميتها	58
المبحث الثالث: البنوك وسياسات الاستثمار في الأوراق المالية	60
المطلب الأول: محافظ الأوراق المالية في البنوك	60
المطلب الثاني: الاعتبارات التي تحكم بناء محافظ الأوراق المالية في البنوك	66
خلاصة الفصل	72
الفصل الثالث: دور البنوك في تنشيط وتحقيق كفاءة السوق المالي الماليزي بواسطة أدوات التمويل الإسلامي	
تمهيد	74
المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي	75
المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي	75
المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي	79
المبحث الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	85
المطلب الأول: ضوابط عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	85
المطلب الثاني: مهام هيئة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	90
المبحث الثالث: البنوك الإسلامية وتطوير الأدواتالتمويل الإسلامي في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	97
المطلب الأول: أنواع الصكوك الإسلامية المتناولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية	97
المطلب الثاني: دور البنوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية من خلال أدوات التمويل الإسلامي	99
المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية عن طريق أدوات التمويل الإسلامي	121
خلاصة الفصل	126
خاتمة	128
قائمة المراجع	134

قائمة الجداول.

الرقم	العنوان	الصفحة
3-1	حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي مقارنة مع حجم الصكوك المتداولة فيه (2017-2018).	**102**
3-2	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا للفترة (2008-2015).	**103**
3-3	تحركات مؤشر داوجونز الاسلامي مقارنة مع داوجونز العالمي لسنة 2018	**106**
3-4	أداء مؤشر الشريعة خلال الفترة (2017- 2018) FBMS.	**107**
3-5	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية للفترة (2008-2015).	**108**
3-6	حجم تداول الصكوك خلال الفترة (2017-2018).	**109**
3-7	تطور كمؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2008-2015).	**110**
3-8	تطور أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2008-2015).	**111**
3-9	تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية الماليزي خلال الفترة (2015-2017).	**113**
3-10	عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا (2010-2018).	**115**
3-11	تطور صكوك المرابحة خلال الفترة (2011-2016).	**116**
3-12	تطور صكوك المشاركة خلال الفترة (2011-2016).	**117**
3-13	تطور صكوك الإجارة خلال الفترة (2011-2016).	**117**
3-14	عدد صكوك الشركات المعتمدة في ماليزيا خلال الفترة (2016-2017).	**119**
3-15	الإصدار الآسيوي الإقليمي للصكوك بين الفترتين (جانفي 2001-ديسمبر 2017).	**120**

قائمة الأشكال.

الرقم	العنوان	الصفحة
3–1	الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا لسنة 2015.	**98**
3–2	أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة بسوق ماليزيا لسنة 2016.	**98**
3–3	رسملة السوق الإسلامي الماليزي و توقع تطوره (2010–2020).	**100**
3–4	حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي و نسبة رسملته خلال الفترة (2017–2018).	**101**
3–5	أداء مؤشر الشريعة FBM_Sخلال الفترة (2014–2019).	**106**
3–6	تطور حركة مؤشر FBM_S في بداية 2019.	**107**
3–7	تطور حجم إصدار الأسهم الإسلامية الماليزية عالميا.	**112**
3–8	تطور إصدار الصناديق الإسلامية خلال الفترة (2012–2017).	**114**
3–9	تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة(2017–2018).	**114**
3–10	سيطرة صكوك المرابحة على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي لسنة 2017 و تراجعها في سنة 2018.	**118**
3–11	الإصدار العالمي للصكوك حسب الدول بين الفترتين (2001–2017).	**120**

جدول المصطلحات

المصطلح باللغة الانجليزية	ترجمته باللغة العربية
Bai Bith aman Ajil	بيع بالثمن الآجل
Capital Market	رأس المال
Dow Jones Global Index	مؤشر داوجونز العالمي
Dow Jones Islamic Index	مؤشر داوجونز الاسلامي
Dow Jones Sukuk Index	مؤشر داوجونز للصكوك
FBM Small Cap Shariah	FBMمؤشر الشريعة الصغير
Global Sukuk Issuance by Country	الصدار العالمي للصكوك حسب كل بلد
Ljara	الاجارة
Islamic Capital Market	سوق رأس المال الاسلامي
Islamic Funds Assets In Malaysia	أصول صناديق الاستثمار الاسلامية في ماليزيا
Market Cap of Shariah Securities	القيمة السوقية للأوراق المالية الشرعية
Market Capitalisation of Shariah –Complaint securities	رسملة سوق الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية
Murabah	المرابحة
Musharakah	المشاركة
Percentage of number of market capitalistion of Shariah Compliant securities	نسبة و عدد رسملة سوق الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية
Shariah –Compliant securities	الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية
Shariah Funds in Malaysia	صناديق الشريعة في ماليزيا أو صناديق الاستثمار الاسلامية
Size of Islamic Capital Market	حجم سوق راس المال الاسلامي
Sukuk Issuance	اصدار الصكوك
Sukuk Outstanding	الصكوك القائمة أو المعلقة
Sukuk to total corporate bonds and sukuk approved/lodged	الصكوك الى اجمالي سندات الشركات و الصكوك المعتمدة/ و المقدمة
Twaroq	التورق
Total corporate Bonds and Sukuk Issuance	اجمالي اصدار سندات الشركات و الصكوك
Total Listed Securities	مجموع الأوراق المالية المدرجة
Total Market Capitalisation	مجموع رسملة السوق
Wakala	الوكالة

جدول المصطلحات

يعتمد النمو الاقتصادي على أداء القطاع المالي ،كما يعتمد الاستقرار الاقتصادي على استقرار القطاع المصرفي الذي يساعد في تسهيل توفير الأموال للأغراض الإنتاجية و المساهمة في التنمية الاقتصادية و العمل كوسيط للربط بين العجز و الفائض .و بسبب ما شهده العالم من انتكاسات و تغيرات اقتصادية و مالية نتيجة لتأثير العولمة و الثورة التكنولوجية فقد أدى ذلك إلى توسيع نطاق أنشطة الصناعة المالية و المصرفية، واتسعت دائرة المخاطر فارتفعت التكاليف مما دفع بالحكومات ومؤسساتها للبحث عن المنتجات المالية المبتكرة التي لها ميزة تقليل المخاطر و تخفيض التكاليف مع تحقيق عوائد مما يسمح لهذه المؤسسات من البقاء و الاستمرارية مع مواجهة المنافسة و تحدي الأزمات باستقرار أسواق الأوراق المالية.

تزايدالاهتمام بمبادئالنظاممالياإسلامي، و توجهتالأنظارإليها في خضم الظروف السائدة في الوقت الحالي من أزمات اقتصادية الناتجة عن تداعيات أساليب التمويل التقليدي ، و هنا زاد التركيز على البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية نظرا لما تتمتع به من استقرار بالمقارنة مع نظيرتها التقليدية في وقت الأزمات ، فبدأ التمويل الإسلامي ينمو ضمن منظومة التمويل الدولي مع بعض التركيز في عدد قليل من البلدان، لأن التمويل الإسلامي مرن للصدمات بفضل تركيزه على تقاسم الخطر و الحد من المخاطر المفرطة .

التمويل الإسلامي رابط قوي للأنشطة الحقيقية لأنه دليل على استقرار البنوك الذي ينعكس على نجاح الأسواق المالية و تطورها الذي يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع و تطور أدوات التمويل الإسلامي و المتداولة فيها، هذا الأمر يستدعي تكثيف و تنسيق الجهود و العمل على تطوير و ابتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية اصدرا و تداولا و التي من شانها توسيع و تفعيل الأسواق المالية الإسلامية ، و التي يكتمل نشاطها من خلال دعمها من قبل البنوك التي بمقدورها تقديم البدائل المناسبة و المتمثلة في أدوات التمويل الإسلامي التي توصل البنوك و أسواق المالية عامة وأسواق الأوراق المالية الإسلامية خاصة إلى بر الأمان .

1-إشكالية البحث:

ومن ما سبق ذكرهيتبادرإلى أذهاننا صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث و التي يتضمنها السؤال الرئيسي:

ما مدى فعالية البنوك في تنشيط الأسواق المالية من خلال أدوات التمويل الإسلامي؟.

و تندرج تحت هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية و التي تدور حول هذا البحث

-فيما تتمثل جوانب تفعيل و تنشيط الأسواق المالية؟

- ما هي طبيعة العلاقة بين البنوك و الأسواق المالية؟

- ما مدى مساهمة البنوك في تنشيط سوق ماليزيا المالي من خلال أدوات التمويل الإسلامي؟

2- فرضيات البحث:

وللإجابة على إشكالية البحث تم بناء الفرضيات التالية:

-يعتمد تفعيل الأسواق المالية على تطور جانبي العرض و الطلب.

-هناك علاقة تكاملية بين البنوك و الأسواق المالية.

-أسهمت البنوك الماليزية من خلال منتجات الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد مجموعة كبيرة من الأدوات التمويل التي أدت إلى تنشيط السوق المالي الماليزي.

3-أسباب اختيار الموضوع:

إن اختيارنا لهذا الموضوع يرجع إلى عدد من المبررات و الأسباب و التي نوجز منها مايلي:

-حداثة الموضوع و قلة الدراسات التي تتناول هذا البحث من خلال زاويتين معا " الفقهية و الاقتصادية" على الرغم من وجود عدة مواضيع مشابهة و ان هذا الموضوع لم ينل القدر الكافي من البحث و الدراسة العميقة خاصة بعد ظهور الأزمة المالية 2008.

- محاولة المساهمة في النهوض بالاقتصاد الإسلامي من خلال محاولة الترويج له و إظهار ما يتمتع به من إيجابيات.

-إبراز تميز و كفاءة صيغ التمويل الإسلامي ، و مساهمتها في تطوير السوق المالية الإسلامية ، و تحريرها من دائرة التخلف و التبعية للمناهج الرأسمالية.

4-أهمية البحث:

تكمن أهمية هذا البحث فيمايلي:

-تعتبر البنوك المسؤولة عن إدارة و مراقبة جميع الموارد المتعلقة بالتمويل، فوجودها هي مساعدة في حد ذاتها لنمو النشاط الاقتصادي في أي بلد إذ بمنتجاتها الخاضعة للشريعة الإسلامية يضمن استقراريةالأسواق المالية و يزيد من كفاءتها و نشاطها من خلال إصدار و تداول هذه الأدوات التمويلية.

-تعتبرالأسواق المالية الإسلامية أحد الحلول المناسبة لقضية التنمية الاقتصادية في البلاد الإسلامية وهذا ما قد تفطنت له البلاد غير الإسلامية ،إذ أن السوق المالية تعمل على تدوير التمويل اللازم لإقامة المشاريع التنموية المختلفة من خلال نقل الفوائض المالية من الوحدة ذات الفائض التمويلي إلى الوحدات ذات العجز التمويلي في إطار المشاركة.

-معالجة موضوع مهم يتعلق بتحليل وجود علاقة تكاملية بين أهمية دور البنوك في تفعيل و تنشيط السوق المالي الذي يعتبر مكان ترويج لمنتجات التمويل الأمر الذي بدوره يحفز البنوك في السعي دائما لابتكار أدوات جديدة و متطورة و مميزة يزداد الطلب و العرض عليها و بالتالي يبقي عجلة النشاط و الفعالية تتحرك دون عراقيل لكلا الطرفين .

- يؤكد هذا البحث على أن الأدوات المالية التي تنسجم و ضوابط الشريعة الإسلامية إصدارا و تداولا يمكنها أن تكون بديلا عن أدوات التمويل التقليدية وتحل محلها و حتى منافسا قويا لها.

5- أهداف البحث:

يحاول هذا البحث الوصول إلىالأهداف التالية:

-توضيح أهمية و مكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية و فعاليتها.

-توضيح دور و مساهمة البنوك في تنشيط الأسواق المالية من خلال أدوات التمويل الإسلامي.

-إبراز أهمية البنوك في الأسواق المالية و الارتقاء بها.

-إلقاء الضوء على مدى التعامل بالأدوات الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية من خلال التجربة الماليزية للاستفادة منها.

6- حدود الدراسة:

تأخذ حدود البحث بعدين يمكن تحديدهما كمايلي:

-الحدود المكانية: ركزنا دراستنا على التجربة الماليزية وقد وقع الاختيار عليها بفضل تنوع و قوة الأنظمة المالية وتميز الموقع الجغرافي لها،إذ تمتلك ماليزيا قطاعا ماليا تقليديا قويا ،كما أقامت قطاعا ماليا إسلاميا موازيا له، و كان نجاح هذا الأخير مبرهنا على قدرته العلمية و العملية، بالإضافة إلى تميزه بكبر حجمه إقليميا و عالميا .

-الحدود الزمنية: تم اختيار سنوات الدراسة من 2008 إلى غاية 2018 مع إضافة بعض المعطيات المتوفرة إلى غاية السداسي الأول من2019 ،حتى نكتشف ما مدى تأثير تطور أدوات التمويل الإسلامي إصدارا و تداولا على كفاءة و تنشيط الأسواق المالية بشكل عام و على أسواق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص في ماليزيا.

7- منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

بالنظر لطبيعة الموضوع و بغية الوصول إلى تحقيق أهداف البحث السالف ذكرها بمختلف جوانبه. فإن المنهج المتبع في هذه الدراسة يتمثل في **المنهج الوصفي** ، و هذا من خلال عرض للجوانب النظرية للأسواق المالية و أسواق الأوراق المالية من أقسام،أدوات و كفاءة في الفصل الأول و الجهاز المصرفي من مفهوم و أهمية دوره في الأسواق المالية و وظائفه في الفصل الثاني،بالإضافةإلى قواعد و ضوابط إصدار و تداول أدوات التمويل الإسلامية التي تفرضها هيئة رقابة الأوراق المالية، كما تطلب الأمر إلى الاستعانة **بالمنهج التحليلي** من خلال جمع البيانات و المعطيات المرتبطة بالموضوع و تحليلها بالفصل الثالث.

أما الأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر لإثراء الجانب النظري و التطبيقي فتنوعت بين المراجع باللغة العربية و الإنجليزية ، و كذلكالمجلات، البحوث و الدراسات السابقة، ملتقيات و مؤتمرات و مقالات و أيضا التقارير السنوية للبنك المركزي الماليزي ، بنك دبي الإسلامي، و تقارير هيئة رقابة

الأوراق المالية و بعد تبويبها في جداول و إخراجها في شكل أعمدة و دوائر بيانية و رسومات بيانية خاصة بمؤشرات السوق.

أما فيما يخص مجمع البحث فقد تم اختيار التجربة الماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجمعا للدراسة كونها أشهر و أنجح تجربة في مجال المالية و الصيرفة الإسلامية مقارنة مع التجارب الأخرى كما تعتبر مثال يحتذى به في مجال التمويل الإسلامي .

8- الدراسات السابقة:

-دراسة نوال بن عمارة ، 2011 ، الصكوك الإسلامية و دورها في تطوير السوق المالية – تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية البحرين- وهي عبارة عن مقال نشر في مجلة الباحث العدد التاسع، بجامعة ورقلة، حيث تناولت الباحثة الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية من خلال مفهومها و أهميتها، و كذا أهدافها و خصائصها إضافة إلى أنواعها المختلفة و الضوابط المتعلقة بها، كما أشارت إلى بعض التحديات التي تحول دون تطورها و بعض الرؤى المستقبلية لتطويرها، لتشير ضمنيا إلى الدور الكبير الذي تتبادله الصكوك الإسلامية و السوق المالية الدولية في البحرين لكون إحداهما ضرورية لقيام الأخرى، غير أن هذه الدراسة لم تبرز جوانب التأثير و اكتفت بالإشارة إلى تطور السوق المالية الإسلامية من بين تحديات تطور الصكوك الإسلامية و أيضا لم تعط للبنوك حقها في هذه الدراسة ومقارنة بما تناولناه في بحثنا فقد ركزنا على السوق المالية الماليزية و إصداراتها من مختلف أنواع الصكوك المالية.

-دراسة مُحَّد غزال، 2012-2013، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية " دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف، حيث ركز الباحث في دراسته على الأدوات المهمة و السائدة في السوق الإسلامي و هي الصكوك الإسلامية، و أعطى صورة واضحة لهذه الأداة من تعريف و أنواع و غيرها، كما بين الأهميةالاقتصادية للصكوك، أي الدور الفعال الذي تقوم به في إحداث النمو الاقتصادي مبرزا ذلك من خلال أخذ سوق مالي إسلامي كدراسة حالة .ورغم ذلك إلا أن الباحث بدوره لم يذكر دور البنوك في خضم هذه السلسلة من العلاقة بين الأدوات و أسواق الأوراق المالية، و الذي تطرقنا إليه نحن في بحثنا هذا.

- دراسة شافية كتاف، 2013-2014 ،دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة

الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، بجامعة سطيف، حيث حاولت الباحثة في هذه الأطروحة التعرف على الأدوات المالية الإسلامية التي هي حديثة المنشأ مقارنة بالأدوات التي تتداول في السوق المالي التقليدي و تبين الدور الفعال الذي تلعبه الصكوك في تنشيط السوق الإسلامية، و بذلك يأخذ مجموعة من الأسواق المالية الإسلامية، غير أن الباحثة وضعت كل تركيز دراستها على دور الصكوك من ناحية الإصدار، التداول و الرقابة عليها، و دورها في السوق المالي مع تجاهل أدوات التمويل الإسلامية الاخرى و كذا الجهاز المصرفي، ومقارنة بما تم تناوله في دراستنا تطرقنا إلى مختلف الأدوات التمويلية الإسلامية المصدرة من طرف البنوك.

-دراسةعبدالحميدفيجل، 2014- 2015، بعنوان" تقييم دور الصكوك الاسلامية في تطوير السوق الرأسمالي -تجربة ماليزيا نموذجا- وهي مذكرة ماجستير في العلومالاقتصادية ، تخصص أسواق مالية و بورصات، جامعة بسكرة،وجاءت هذه الدراسة لإيضاحأن سوق الأوراق المالية بالمنظور التقليدي تلعب دورا مهما في تمويل الاقتصاد، لكنها تتعامل بمخالفات شرعية لذلك كان لزاما على الاقتصاد الإسلامي إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية خاص به يستمد مبادئه و قواعده من قواعد الشرعية الإسلامية، حيث يتم تداول الأدوات المالية المتوافقة مع الشرعة الإسلامية، وسلطت هذه الدراسة الضوء على الصكوك الإسلامية و أهميتها الاقتصادية و التنموية و تأثيرها على حركية و نشاط سوق رأس المال الإسلامي من خلال تأثيرها على الاستثمار و المستثمرين في السوق، إلاأن هذه الدراسة تجاهلت دور الجهاز المصرفي الفعال في توفير منتجات التمويل الإسلامي التي تحرك عملية الاستثمار ،إذ يعتبر الجهاز المصرفي مكمل للجهاز المالي و محرك رئيسي لعمليات السوق المالي و أداة لرفع كفاءته بل اكتف الباحث بالتركيز على دور التصكيك في السوق المالي .

-دراسة Haruhiko Kurodaبعنوان Theory On Financial Market And » « **Central Banks**مداخلة في مؤتمر الاقتصاد النقدي الياباني الذي اقيم باليابان في ماي 2017 ، اذ تحدثت عن مدى اهمية الدور الذي يلعبه البنك المركزي في تسطير سياسة رقابية تحكمية في حركية الاسواق المالية و كيفية التأثير على نشاطها .إلا أن هذه المداخلة تجاهلت ذكر الأدوات التمويلية التي تعتبر المحرك الرئيسي لهذه الأسواق سواءا ان كانت تقليدية أو إسلامية.

- دراسة ZiyaadMahomed and Shamsher Mohamad، 2018، بعنوان « Malaysai s Pontantial As A Global Hub For Islamic Fund Administration :Challanges, Prospects And Solutions. »مداخلة بمؤتمر CIAWM بماليزيا، ركزت هذه المداخلة على صناديق الاستثمار الاسلامية ، و كيفية ادارتها، في

سوق رأس المال الاسلامي الماليزي،معتشجيعالاستثمارفيها،و مدى نجاح ماليزيا في تطوير هذه السوق ، مما جعلها الرائدة محليا و عالميا في هذا المجال .إلا أن هذه المداخلة أهملت باقي أدوات التمويل الاسلامي التي لا تقل أهمية عن سابقتها.

9- صعوبات البحث:

لاشك أن أي بحث يتعرض لصعوبات و عقبات تعيق مساره، و نحن بدورنا لم نستثن من ذلك ، فقد واجهنا بعض العراقيل في بحثنا هذا من أبرزها:

- قلة الدراسات التي تناولت الموضوع رغم أن الكتابات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي كثيرة و متنوعة.

- غياب مناهج تدريس سوق رأس المال الإسلامي و منتجات الهندسة الإسلامية على وجه الخصوص في الجامعات الجزائرية، و أيضا عدم التعامل بها من قبل المؤسسات المالية و المصرفية الجزائرية بسبب قلة الوعي و الدراية بالاستثمار الأخلاقي مما أدى إلى انعدام سوق مالي كفء، مم ا استدعى الأمر إلى اللجوء إلى اسقاط الدراسة على التجربة الماليزية كونها أهم تجربة رائدة في هذا المجال مما سيكلفنا كباحثتين عناء البحث و التقصي عن المعلومات المتعلقة بها من مختلف المواقع الالكترونية .

- إضافةإلى ذلك قد تطلبت الدراسة الكثير من الجهد و محاولة اكتساب قاعدة نظرية تمكن من تنسيق بين جوانبه و الإحاطة بحيثياته.

10- هيكل البحث:

تم تقسيم هيكل البحث إلى ثلاثة فصول و مقدمة و خاتمة و ذلك كمايلي:

-الفصل الأول: مدخل إلى الأسواق المالية و تم التطرق فيه إلى ثلاثة مباحث وقد تناولنا في المبحث الأول ماهية الأسواق المالية،و في المبحث الثاني أنواع الأسواق المالية و اتجاهاتها الحديثة ،أما المبحث الثالث فتطرقنا إلى أنواع أدوات الاستثمار الإسلامي في الأسواق المالية.

-الفصل الثاني: الجهاز المصرفي و دوره في أسواق المال و يحتوي كذلك على ثلاث مباحث، ففي المبحث الأول تطرقنا إلى النشاط المصرفي من طبيعة و أهمية ، أما المبحث الثاني التكامل في وظائف الجهاز المصرفي و سوق المال ، و المبحث الثالث تناولنا فيه البنوك و سياسات الاستثمار في الأوراق المالية.

-الفصل الثالث: دور البنوك في تنشيط و تحقيق كفاءة السوق المالي الماليزي بواسطة أدوات التمويل الإسلامي، ففي المبحث الأول نحاول فيه عرض ماهية سوق الأوراق المالية، وفي المبحث الثاني نتطرق إلى دور هيئة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، أما فيما يخص المبحث الثالث و

الأخير تم فيه التطرق إلى البنوك الإسلامية و تطوير أدوات التمويل الإسلامي في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، و في الأخير توصلنا إلى خاتمة عامة التي بلورت جل ما تطرقنا إليه في الفصول الثلاثة، من خلال اختبار صحة الفرضيات التي استخلصنا منها نتائج تتماشى مع لب موضوع بحثنا.

تمهيد الفصل الأول

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الاقتصادية، الصناعية و الاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، و أحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي الأسواق المالية، فإذا كانت هذه الأسواق ذات أداء جيد بالنسبة لحجمها و سيولتها، فينعكس ذلك إيجابيا على الأداء الاقتصادي ككل، و يتم ذلك من خلال مهامها الحيوية في تخصيص و حشد و توزيع المدخرات و الفوائض المالية نحو الاستثمارات المنتجة و الأنشطة الاقتصادية، و هي بمثابة قناة تضمن من خلالها تمويل الاستثمارات و آلية لتسويق، ترويج و تسعير الأوراق المالية ، و تحقيق نمو متوازن بين القطاعات الاقتصادية النشطة المرهونة بتوفر عناصر الإنتاج و على رأسها عنصر رأس المال ، لذلك فإن الحاجة للتمويل و تدعيم رأس المال كانت سبب وراء نشوء و تطور الأسواق المالية ، و التي تعنى بلعب دور الوساطة لاستفادة أصحاب العجز من فائض رأس المال الضروري لضمان الاستثمار و التوسع ، و بالتالي الاستحواذ على رضا المدخر و المستثمر في وقت واحد في مكان واحد يلتقي به العرض و الطلب ، و لكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة.

و لتوضيح هذه الأفكار اخترنا أن نعالج الإطار النظري للأسواق المالية في هذا الفصل الذي قسمناه إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية و اتجاهاتها الحديثة.

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار المالي في الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية السوق المالية

لا تخرج الأسواق المالية في طبيعتها عن نظائرها من الأوراق الأخرى التقليدية التي تكفل للأفراد نظاما لتبادل الخدمات أو المنتجات أو كليها عن ط ريق الجمع بين طرفي الصفقة، إذ تتيح الأسواق المالية الفرصة للمؤسسات المالية وأصحاب المشروعات الذين يحتاجون إلى اقتراض الأموال وهم من يطلق عليهم المقترضون للالتقاء من خلال الوسطاء بالمدخرين (المستثمرين) الراغبين في استثمار أموالهم.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية وخصائصها

تعتبر الأسواق المالية إلى جانب البنوك والمؤسسات المالية في قلب دائرة التمويل الاقتصادي والظواهر النقدية، ومنه في قلب التقدم الاقتصادي. وهنا سنحاول توضيح مفهوم السوق المالي مبرزين خصائصه.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

يمكن تعريف السوق المالي لغة واصطلاحا.

1-لغة: السوق هو موضع البياعات، الذي يجل ب إليه المتاع والسلع المبيع والابتياع (تؤنث وتذكر) والجمع (أسواق).

وجاءت كلمة سوق في القرآن الكريم وال سرة بهذا المعنى، كما في قوله تعالى :[1]"قَالُوا مَال هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَعَامَ وَ يَمشِيْ فِي الأَسوَاقِ"

كما ورد عن النبي –ﷺ– (لا يبع بعضكم على بيع أخيه، ولا تلقوا السلع حتى يهبط بها إلى السوق).[2]

2-اصطلاحا: لم يرد في نظام السوق المالية أو أي مكان من لوائحه ذات الصلة لأي مبادئ تشريعية تنطوي على تعريف أو توضيح لمصطلح "السوق المالية"، مسايرة لما سارت عليه التشريعات العربية التي سبقت هذا النظام والتي تركت أمر تعريف هذا المصطلح غيره من المصطلحات ذات الصلة بالفقه والقضاء.[3]

---

[1] سورة الفرقان، الآية رقم (7).

[2] رواه البخاري، كتاب البيوع.

[3] طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، الطبعة الأولى، دار الوليد للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2015، ص 31.

تعرّف الأسواق المالية بأنها: الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع والمكان الذي يتم فيه، لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة ين المتعاملين في السوق، بحيث يجعل الأثمان السائدة واحدة لأي ورقة متداولة فيه.

كما أن هناك تعريف شامل لسوق الأوراق المالية ومعبّر عن واقعها إذ تعرّف بأنها: الصيغة العلمية لت حريك الموارد المالية المتوفرة لدى القطاعين الحكومي والخاص لتغذية قنوات الاستثمار في العديد من المشاريع الإنتاجية ذات المردود الأكثر ربحية لأصحاب الأسهم ولصالح الاقتصاد الوطني.[1]

عرّف البعض السوق المالية بأنها: الإطار أو النظام الذي تتجمع فيها طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية، ويعتبر وجود الأسواق المالية من الشروط الضرورية لإبرام المبادلات المالية بسرعة وسعر عادل.

وعرّفها آخر بأنها: الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عمليات تبادل الأصول المالية.

وعرّفت بأنها: المكان الذي تجري فيه التعاملات على الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من العمل وهذه المعاملات سواء كانت بالبيع أو الشراء، تجري في مكان محدد وفي أوقات محددة.[2]

ومن هنا نتوصل إلى التعريف التالي:

السوق المالية هي المكان الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتريها المؤهلين والمتخصصين في هذا النوع من العمل، وهذه المعاملات تؤدي إلى تحريك عمليات التداول في الأسواق المالية بسرعة وسعر عادل.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالي

تتميز الأسواق المالية بعدة خصائص لعل أهمها [3]:

- يهتم اصطلاح السوق في الوقت المعاصر بطريقة التواصل بين البائعين والمشترين بغض النظر عن أماكن تواجدهم.

[1] إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013، ص ص19-20.

[2] طارق عفيفي صادق، مرجع سابق، صص 32-33.

[3] خالد بن عبد الرحمن بن ناصر المهنا،المشتقات المالية دراسة فقهية، بحث مدعوم من برنامج سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام مُحَمَّد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2013، صص 10- 11.

– يهدف السوق المالي من خلال وجود آليات السوق الحديثة إلى تجميع المدخرات المالية لإنشاء المشاريع الإنتاجية أو الخدمية أو تداولها بنقل ملكية الخدمات والسلع بطريقة سريعة.

– يتم في الأسواق المالية تداول الأسهم والسندات ونحوها، وتسمى هذه الأدوات الأوراق المالية، حيث يتم تداول هذه الأوراق في السوق المالية وتبنى القطاعات المالية في الاقتصاد من الأسواق المالية، والأوراق المالية، والمؤسسات المالية الوسيطة.

– يعرف سوق رأس المال بأنها السوق الذي يتم من خلالها إصدار أو تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، أما سوق النقد فهو السوق التي يتم من خلاله إصدار أو تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع.

– يسمى سوق الإصدار "بالسوق الأولية" وسوق التداول "بالسوق الثانوية".

– يتسع مفهوم سوق المال ليشمل مؤسسات الوساطة المالية، وشركات التأمين ونحوها مما هو داخل في عمل السوق المالي المعاصر.

– تقسّم الأسواق المالية المعاصرة إلى قسمين سوق رسمي ويعرف بالسّوق المنظم وهي السوق المالي التي يتم فيها التداول بالشكل الرسمي في البورصات المعروفة وإلى سوق غير منظم وهي السوق التي تقع خارج عمل الأسواق المالية المعاصرة المعروفة بالبورصات الرئيسية.

المطلب الثاني: أركان وأهمية الأسواق المالية

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية، كما أنّ قيام السوق المالية يتطلب توفر أركان أساسية.

الفرع الأول: شروط تكوين الأسواق المالية وأركانها

1– شروط تكوين الأسواق المالية:

حتى يتم إنشاء سوق مالي ناجح لابد من توافر بعض المتطلبات الأساسية والتي يمكن إجمالها في الشروط الآتية[1]:

[1] أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 25.

– تشجيع الدولة للادخار الذي يعتبر حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة التي تتم من خلال تشغيل المؤسسات الإنتاجية والمالية المختلفة.

– توفر عدد مناسب من المؤسسات المالية في الدولة تسهم في جذب مدخرات الأفراد وتقوم بعمليات تمويل المستثمرين من أجل تنفيذ مشروعاتهم المختلفة.

– توفير الضمانات الكافية التي تمكن من تحويل المدخرات إلى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية.

– توفّر البيئة المالية المعافاة السليمة والتي تتطلب وجود أجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية وتراقب أداء أسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة.

أيضا تتمثل شروط تكوين الأسواق المالية في[1]:

– توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي بالإضافة إلى وجود سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة وحالة انتعاش اقتصادي.

– طاقة استيعابية مقبولة و مءقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفر مشاريع ذات جدوى اقتصادية ربحية مجزية.

– ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات.

وتتمثل أيضا في[2]:

– تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتي أهمية تبني هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى مع دل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.

2– أركان الأسواق المالية:

تتمثل أركان السوق المالية في ثلاثة أركان أساسية وهي[3]:

[1] أسامة الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، صص 264-265.

[2] حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيلدرجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة قسم الاقتصاد، مصر، 2002، ص 9.

[3] حسني علي خريوش، الأوراق المالية، دار زهران للنشر، الأردن، 2010، ص20.

أ- المقرضين أو المستثمرين: تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية ونقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، ونقصد بالمؤسسات المالية البنوك وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير، أو بعبارة أخرى تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة، وهذا ومن الجدير بالملاحظة أيضا أنه بمقدور هذه المؤسسات وهي البنوك وشركات الاستثمار وبيوت السمسرة القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي، إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد مقبولة، إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والحفاظ عليها.

ب- المقترضين أو المصدرين: تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة، بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية...الخ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) أو المقترض، وعادة ما يدوّن في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

ج- الوسطاء أو الوكلاء: ويقصد بالوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين أو المصدرين للأوراق حيث يكون الوسيط شخص طبيعي أو معنوي، ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال تتمثل في[1]:

- السمسرة.
- صناعة الأسواق.
- التعهد بتغطية الإصدارات.
- تقليل المخاطر والنفقات.

[1] مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه طور LMD ، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014-2015، ص 11.

الفرع الثاني: أهمية الأسواق المالية

تنبع الأهمية الاقتصادية لإنشاء أسواق المال من كونها ترتبط بتحقيق عدة أغراض وأهداف لمصلحة الاقتصاد وتشمل ما يلي[1]:

– إن أهمية الأسواق المالية والنقدية تكمن في توفيرها للموارد المالية في الاقتصاد من الجهات التي لا تحتاج إليها في تمشية نشاطاتها الاقتصادية، أي جهات الفائض في الموارد عن احتياجاتها المالية إلى جهات العجز ، التي تحتاج إلى الموارد المالية لتمشية نشاطاتها الاقتصادية أي تلبية احتياجاتها التي تفوق مواردها.

– يمكن أن تساعد الأسواق المالية والنقدية على توفير التمويل في الدول النامية بشروط وتكاليف مناسبة مقارنة بالاقتراض من البنوك الدولية والجهات التمويلية الخارجية الأخرى، وبالذات البنوك التجارية التي قد تفرض شروط اقتراض غير ميسرة.

– توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة، ومواقعها وتكاليفها، حيث ساعد وجود سوق مالي ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي.

– يعتبر نشاط السوق المالي مؤشرا عاما لا تجاهات الوضع الاقتصادي للدولة في مجال الادخار والاستثمار المحلي والخارجي، والقدرة على اتخاذ القرار فيما يخص كل من السياستين المالية والنقدية لتحقيق الاستقرار في كل منها.

بالإضافة إلى[2]:

– تشجيع الادخار القومي ونشر ثقافة الاستثمار والتوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.

– تشجيع الشركات للتحوّل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة إلى شركات مساهمة عامة خصوصا إذا ما قدمت للدولة تشجيعات ضريبية وتمويلية لشركات المساهمة العامة.

---

[1] فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 30.

[2] بن حاسين بن أعمر، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2003- 2004 ، ص 9.

– السماح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص من خلال أسهم تباع بأثمان في متناول اليد مع سهولة التخارج منها دون التأثير على أوضاع المؤسسة من خلال بيعها في السوق الثانوي.

– سهولة إجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق، مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي تتعامل معه.

– تمكين الدول من التمويل عبر الصكوك وتسهيل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية عبر إدراجها بالسوق وطرح أسهمها للجمهور.

– سوق الأوراق المالية، إنها من الأركان الأساسية في هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على القطاع الخاص.

– سوق الأوراق المالية أحد الآليات المهمة لتجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية من خلال اقتناء الأفراد والشركات لما يصدر في الأسواق من أوراق مالية مختلفة.

بالإضافة إلى[1]:

– أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطه على أساس أنها تؤثر في مختلف جوانب الاقتصاد الوطني إلا أنها تتأثر أيضا بهذا الاقتصاد وهي تحدث بذلك أثار اقتصادية.

– أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمه الاستثمارات الكبرى، فيلجؤون إلى الاكتتاب بقدر يناسب إمكانياتهم في السداد، وكمية الأسهم المطروحة المرغوب فيها من أجل تحقيق الربح المناسب والمحفز.

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومقوماتها الأساسية

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولا تهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة وهنا نتطرق إلى مفهوم كفاءة السوق المالية ومتطلباتها ومستوياتها.

[1] بوترية وهيبة، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران، 2015- 2016، ص 41.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة الأسواق الماليةوخصائصها

يتمثل مفهوم كفاءتها و خصائصها في:

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

الأسواق ذات الكفاءة هي تلك الأسواق التي تنعكس من خلالها كافة المعلومات وكافة القرارات الإدارية على أسعار الأوراق المالية إيجابا وسلبا أي صعودا وهبوطا فيكون ارتفاعها ثوابا وانخفاضها عقابا جزاءا وفاقا وذلك فور تلقي السوق لهذه القرارات أو تطايرها إليه فور صدورها.[1]

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لكل معلومة جديدة يستقبلها المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا حسب طبيعة الأنباء إن كانت سارة أو العكس، وبذلك تتغير نظرتهم اتجاه المنشأة المصدرة للسهم.[2]

يعكس سعر سهم المنشأة في السوق الكفء جميع المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات عبارة عن معلومات تنشرها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو قوائم مالية وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة، فضلا عن ذلك فإن هذا السعر يعكس أيضا توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وهذا لا يعني تطا بق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما بالرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق.

ويرى بعض الكتاب أن مسألة كفاءة الأسواق يجب أن تكون دائما موضع اهتمام بهدف زيادتها وأن هناك ثلاث معايير لقياس هذه الكفاءة:

أ- الكفاءة التبادلية: تتصل بتكاليف التبادل وهي عمولات السماسرة والعلاقة بين الكفاءة وهذه التكاليف علاقة عكسية فكلما انخفضت هذه التكاليف كلما ارتفعت الكفاءة التبادلية للسوق والعكس صيح.

ب-الكفاءة التشغيلية: فيقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء والعلاقة أيضا بينهما عكسية فتنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر البيع والشراء وترتفع بانخفاض الفرق بينهما.

[1] سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص 25.

[2] بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012، ص 54.

ج- الكفاءة الهيكلية: ويقصد بها عدد المشاركين ي السوق أو المتعاملين فيه فإذا زاد عددهم بحيث لا يكون بوسع أحدهم التأثير على الأسعار في السوق كان ذلك دليلا على تفاعل قوى العرض في سوق تسوده المنافسة وتتحقق من خلاله أفضل فرص البيع والشراء.[1]

2- خصائص الأسواق المالية الكفأة:

تتمثل خصائص السوق المالي الجيد فيما يلي:

أ- السيولة: حيث تعتبر السيولة من أهم محفزات المستثمرين في الأسواق المالية، والمقصود بالسيولة هي إمكانية التخلص أو بيع أصول مالية بسرعة ودون تحل خسائر ما لم تظهر أية معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة وبالتالي تعرف الأصول السائلة بأنها التي تكون قابلة للتسويق بسرعة حيث أنه إذا قلت سيولة الأصل تقل قابليته للتسويق.[2]

ب- العقلانية: أن يكون الهدف من الاستثمار هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار أفضل بديل استثماري في تلك السوق.

ج- كفاءة تخصيص الموارد: تقصد بها تحويل فائض الأموال والموارد التي تتسم بالندرة، ممن لديهم هذا الفائض إلى الأنشطة الاقتصادية والفرص الاستثمارية التي تتاح لهذه الموارد، وتتحقق كفاءة تخصيص الموارد عندما يتم تخصيص تلك الموارد النادرة بطريقة مثلى على كل الأنشطة الاستثمارية، وبالتالي يحقق النفع لكل الأطراف.[3]

د- شمولية السوق: يطلق على السوق المالي بأنه يتصف بصفة الوساع إذا ارتبط كبر حجم التداول بأوامر العرض والطلب وتنفى عنها صفة السوق الضيقة التي يكون فيها عدد المتعاملين قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، ويسبب حجم التداول الكبير في الأسواق الواسعة فإن الفرق بين سعر الطل ب وسعر العرض عادة يكون محصورا في نطاق ضيق ومحدود الحركة.[4]

م- حيوية السوق: عند حدوث خلل في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق فيجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار فإنه يدل على حيوية السوق مع العلم أن الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون فيها الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب

[1] سمير عبدالحميد رضوان، مرجع سابق، ص 25.

[2] السيد متولي عبد القادر،الأسواق المالية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص 104.

[3] مونية سلطان، مرجع سابق، ص 79.

[4] أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 31.

ضيقا ويتم إتمام أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيرا، وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

ن– استمرارية السعر: وهي إحدى المكونات الرئيسية للسيولة ونقصد بها أن الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤدي إلى تغيير في السعر، وتتميز السوق المستمرة بالسيولة طالما لم تحدث تبادلات حادة على مستوى أسعار الصفقات.

هـ–الأمن:أي أنه لابد من توفر الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر من تقلبات الأسعار والفوائد وغيرها من المخاطر التي قد تكون في السوق المالية.

و– المنافسة الكاملة: ويطلق عليها أيضا بعدالة السوق بمعنى أن يكون عدل في السوق لكل من يرغب في إبرام صفقة أو استثمار حيث يوفر لكل واحد منهم فرصا متساوية ومتعادلة.[1]

ي– عمق السوق: السوق العميقة هي التي يتوفر فيها عدد كبير من البائعين والمشترين الذين لديهم الرغبة والقدرة على التداول في الأوراق المالية المعروضة بالسوق بشكل يحقق التوازن بين العرض والطلب، وبالتالي يتجاوبون بيعا وشراءا عند حدوث أي اختلال في سعر الورقة لضبط السعر وإعادته إلى وضعه الطبيعي.[2]

الفرع الثاني: مستويات ومتطلبات كفاءة السوق المالية

تتمثل أهم مستويات و متطلبات كفاءة السوق المالية في:

1– المستويات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية

إن الأسواق المالية لا تتصف بالكفاءة على درجة واحدة، فقد قسّم علماء الاستثمار درجات الكفاءة على أساس افتراضي إلى ثلاثة تقسيمات هي:

أ– الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: يقضى فرض الصيغة الضعيفةلكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيفة نظرية الحركة العشوائية للأسعار ذلك أنه إذا كان من

[1] مونية سلطان، مرجع سابق، صص 79–80.

[2] أزهري الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 31.

المستحل التنبؤ بسعر السهماعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، أو بعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، أو ما يمكن أن يعبر عنه الحركة العشوائية للأسعار.[1]

ب- الصيغة شبه قوية (متوسطة) لكفاءة السوق :ويقال عنها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة ويقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور، وعلى المستثمر الحاصل على هذه المعلومات الانتظار لفترة ليتأكد بأن هذه المعلومات تحقق ارتفاعا أو انخفاض في أسعار الأسهم، وأن الاستجابة في بادئ الأمر قد تكون صحيحة أو غير صحيحة لذا لابد من الانتظار للتأكد من الاستجابة الصحيحة وعندها نبرم الصفقة وتغتنم الفرصة لتحقيق العائد غير العادي قبل أن يقترب سعر السهم من القيمة الحقيقية ،لهذا نجد أن هذه الفرضية تؤمن في التحليل الأساسي والتحليل الفني وعلى ذلك يعتمد المستثمر بالمعلومات لاتخاذ قراراته.[2]

ج- الصيغة القوية لكفاءة السوق: وأساس هذا الافتراض أن الأسعار الحالية للأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات والبيانات المنشورة والمتاحة للمستثمرين، وإنما كل ما يمكن أن يكون معلوما عن الشركة، وعبر السوق عالية الكفاءة إذا كان العائد المتوقع يتساوى مع سعر العائد الخالي مضافا إليه نسبة تمثل علاوة المخاطرة والتي تختلف من مشروع لآخر باختلاف الهيكل التمويلي للمنشأة، ومدى توسعها في استخدام الرافعة المالية والذي قد يرتب عليه إعسار الشركة فنيا أو ماليا، ونسبة أخرى تمثل المخاطرة الاقتصادية والتي تختلف باختلاف نوعية النشاط الذي تمارسه المنشآت وكذا الظروف الاقتصادية العامة للبلاد وبمعنى آخر فإن السوق تعتبر على درجة عالية من الكفاءة إذا كانت القيمة السوقية لأي ورقة مالية تعبر عن قيمتها الذاتية.[3]

2- متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

من حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي يمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة هي[4]:

[1] منيرإبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المصارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 503.

[2] مونية سلطان، مرجع سابق، ص 82.

[3] سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 26.

[4] دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، صص 63-64.

أ– الكفاءة الكاملة: ويقصد بالكفاءة الكاملة مثالية السوق المالي من حيث المعلومات والمتعاملين وإنجاز الصفقات والتكاليف ولتحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط أهمها:

– تحديد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.

– إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية، وهذا يجعل جميع توقعات المحليين والمستثمرين متماثلة.

– يتعامل بالسوق عدد كبير من المستثمرين وبدرجة سيولة عالية وأموال متاحة للاستثمار مع عدم فسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.

– يتصف جميع المتعاملين بالرشد الاقتصادي والسعي إلى تعظيم الثروة لكل واحد منهم.

وتعد هذه الشروط مثالية لأن الواقع التطبيقي والتنظيمي والتشريعي للتعاملات في الأسواق المالية لا يحقق مثالية الأسواق، خاصة ما يتعلق بالقدرة على التحليل واختلاف أهداف ورغبات المستثمرين وتعاملهم مع المخاطر وكفاءتهم وخيراتهم إضافة غلى اختلاف كلفة التعاملات في الأوراق المالية.

ب– الكفاءة الاقتصادية: بعد أن تتحقق في السوق المالي الكفاءة بالمستويات الثلاثة (قوي، ش بھ قوي، الضعيف)، فإن الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هي مدى تأثر السوق الكفء باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف ودرجة تقبل المخاطر من قبل المستثمرين، وتسند الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وعليه يتطلب منه الدخول في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات الكافية عن الأوراق المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط عند اتخاذ القرار وتحقيق هذا الهدف.

الكفاءة الاقتصادية تفترض بأنه من المنطقي وجود فترة تباطؤ زمني بين تداول المعلومات الجديدة وبين انعكاس آثارها على الأسعار في السوق، وهذا ما يؤدي بالنتيجة إلى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت.

المبحث الثاني: أنواع الأسواق المالية واتجاهاتها الحديثة

تصنفأسواقالمالعلىأساسمختلفةومنزواياعديدةولكنرغمهذهالتصنيفاتالنظريةتبقىالأسواقالماليةفيالواقعإداخلة ومنالصعبإيجادفاصلجدّيبينكلنوعمعينمنهاونوعآخر**ومنأهمهذه**التصنيفاتالتيتأتيطبقاًلأغراضالتمويلحيثأنالهدفالأساسيمن الأسواقالماليةهوتمويلالمشاريعالاستثماريةالمختلفة.

المطلب الأول: السوق النقدية

تعتبر السوق النقدي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل، ففي هذا السوق يرتكز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام.

الفرع الأول: مفهوم السوق النقدية

نتناول تعريفه و خصائصه كمايلي:

1- تعريفه: هي الأسواق التي تتداول الأصول القصيرة الأجل، والتي يكون تاريخ استحقاقها لمدة لا تتجاوز السنة، إذ أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد هي صكوك مديونية تعطي حاملها الحق في استرداد المبلغ الذي سبق أن اقترضه طرف آخر مع فوائده عند الاستحقاق، ويمكن لحاملها التخلص منها في أي وقت (قبل فترة الاستحقاق) وبحد أدنى من الخسائر أو من دون خسائر على الإطلاق.

بمعنى أنها أسواق الاستثمار قصير الأجل يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراضفيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية لفترة لا تزيد عن سنة ويرتكز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض.[1]

ويمكن تع ريفها بأنها الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية قصيرة الأجل، والمقصود بقصيرة الأجل إمكانية تحويلها إلى نقد (تسييلها) خلال سنة واحدة أو أقل.[2]

كما يقصد بها أيضا أنها الأسواق التي تتم فيها تجارة الأدوات المالية، والديون التي تقل استحقاقاتها عن سنة، وأنها الوحدات التي تقدم للوحدات الاقتصادية الأموال بموجب أدوات مالية قصيرة الأجل تكون استحقاقاتها سنة أو أقل، وطبيعة هذه الأدوات أنها يتم تداولها في سوق التداول أو السوق الثانوي، وتكون

[1] أديب قاسم شندي، الأسواق المالية أثرها في التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 160.

[2] ديما وليد حنا الربضي، الأسواق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر،2015، ص 9.

تذبذبات (تغيرات) أسعارها قليلة بشكل عام وبطيئة، وتتم الصفقات عبر وسائل الاتصال بشكل عام، فليس شرطا أن يكون هناك موقع معين للسوق فالاتصالات التلفونية بكل أنواعها وعبر شبكات الانترنت يمكن أن تنجز الصفقات.

يضم صندوق النقد المؤسسات المالية مثل مؤسسات الإيداع والادخار ومنها المصارف التجارية ومؤسسات مالية أخرى تعاملاتها بالأجل القصير في الإيداع، والإقراض والأدوات المالية التي يتم التعامل بها، الأوراق التجارية ووثائق الادخار وأذونات الخزانة والديون بكل أنواعها ذات الآجال القصيرة.[1]

2- خصائصها:

تتسم هذه الأسواق بخصائص عديدة، نميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يأتي[2]:

-تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين سنة واحدة في بعض الحالات.

- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود.

-نظرا لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية طويلة الأجل تعاني من مخاطر أقل.

-إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيمة كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة.

-إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.

الفرع الثاني: هيكل السوق النقدي

يمكن أن نميز في السوق النقدية بين السوقين التاليين:

1- السوق الأولية: هي التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة بأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومتانة المركز المالي للمقرض وسمعته المالية.

[1] سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 16.

[2] هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، صص 133- 134.

2- السوق الثانوية:هي السوق التي يجري فيها تبادل الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب.[1]

ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصية الأجل.

أ- سوق الخصم : سوق الخصم هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الأذنية).

ب- سوق القروض قصيرة الأجل: ويشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح ما بين أسبوع واحد وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.[2]

الفرع الثالث: أدوات السوق النقدية

سوق النقد هو السوق الثاني الذي يتكون من المؤسسات المتخصصة مثل بيوت السمسرة والبنوك التجارية وما يماثلها التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل، وتمثل هذه الأوراق صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استر داد مبلغ معين من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر وتتمثل أهم هذه الأدوات فيما يلي:

1- أذونات الخزينة:

تقوم الخزينة المركزية بإصدار أذونات قابلة للتداول في الأسواق المالية، ولفترات قصيرة والتي تتراوح عادة ما بين ثلاثة أشهر واثني عشر شهرا على أساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الأذونات، فيكون العائد التعويضي عبارة عن الفرق بين سعر الشراء للأذونات وسعرها الاسمي وهكذا فإن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع.

[1] عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة،الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 5.

[2] محاضرات من إعدادبوقموم محمد في الاقتصاد النقدي وسوق رأس المال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة قالمة، 2013-2014، ص 91.

2- قبولات مصرفية:

تعد القبولات المصرفية من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والذي بدأ استخدامها في أوربا منذ القرن الثاني عشر، تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين وذلك كوثائق دفع آجلة عند محاولة التجار في بلد ما استيراد سلع معينة من بلد آخر، فتكون هذه القبولات ضمانة على قيمة هذه السلع، وآنذاك تقوم البنوك التجارية في البلد المستورد بإرسالالقبولات المذكورة إلى المصدرين وذلك وفق الشروط التي تم الاتفاق بشأنها فيما بين المستوردين في هذا البلد والمصدرين في البلد الآخر من جهة أخرى.[1]

3- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة، تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها، وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محددا وهي ترتب على مصدرها التزاما مباشرا وبالقيمة الاسمية والفوائد المستحقة عليها.

ولا تعتبر شهادات الإيداع المسجلة بأسماء مالكيها أداة من أدوات السوق النقدي وإنما تعتبر شهادات الإيداع لحاملها من أدوات السوق النقدي.

ولاتختلف شهادات الإيداع عن الودائع من حيث درجة المخاطرة وإنما تمتاز هذه الشهادات بكونها سائلة أي يمكن تداولها بسهولة في السوق الثانوي.[2]

4- الأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، وهي غير مضمونة وتصدر بقيم كبيرة تبلغ مئة ألف أو حتى نصف المليون دولار وبالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية (من بين البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد...) بإصدارها، مع ذلك بدأت وخلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانيةأدنى بإصدار الأوراق المذكورة ولكن بضمان موجودات حقيقية وموازية أو عن طريق خطابات ائتمانية مصرفية.

5- يورودولار:

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 137.

[2] خالد أمين عبد الله، إسماعيلإبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عان،الأردن، 2006، ص 337.

يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي، والتي يتم إيداعها في بنوك غير أمريكية أو في فروع لبنوك أمريكية تقع خارج الولايات المتحدة وبدلا من الاحتفاظ بها بالعملات المحلية حسب مواقع هذه البنوك أو الفروع.

6- اتفاقية إعادة الشراء:

هياتفاقيات تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين.

وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جدا، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها. وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة.[1]

المطلب الثاني: سوق رأس المال

تعتبر سوق رأس المال الميكانيكية التي بموجبها إصدار وتداول رؤوس الأموال الطويلة الأجل أي التي تزيد مدتها عن السنة.

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال

نتطرق إلى تعريفه و خصائصه كمايلي:

1- تعريفه: يقصد بها الأسواق التي يتم فيها المتاجرة بالأسهم والسندات أي بالأوراق المالية الخاصة بالملكية والديون طويلة الأجل، والاثنين هما من الأدوات طويلة الأجل أي يزيد أمد الورقة المالية عن السنة، وتتأثر هذه الأدوات كثيرا بأسعارها، فتحدث فيها تغيرات كبيرة وتوفر أدواتها رأس المال وتضم الأسهم التي تعبر عن الملكية، والسندات التي تعبر عن الديون.[2]

[1] هوشيار معروف، مرجع سابق، صص 148-149.

[2] سرمد كوكب الجميلي، مرجع سابق، ص 16.

ويمكن تعر يفها أيضا: هي ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة.[1]

2- خصائصه: يتميز سوق رأس المال بكبر حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في السوق، ولذلك نجد أنه أكثر تنظيما من سوق النقد، وتشكل الأسهم والسندات الأكثر شيوعا في هذا السوق، وأهمية سوق رأس المال تتجلى من خلال إضفاء صفة العمق والاتساع للأدوات المصدرة في السوق، هذا بجانب توفير عنصر المرونة النسبية لها، ويربط ذلك من خلال كفاءة وفعالية تنظيم هذه الأسواق من جانب، وقدرتها على توفير صفة الاستمرارية للسعر، وفرص التمويل لمختلف القطاعات من جانب آخر.[2]

الفرع الثاني: هيكل سوق رأس المال

يتكون سوق رأس المال من السوقين التاليين:

1- السوق الأولي:

هو السوق الذي يتم فيه بيع الإصدارات الجديدة (أسهم وسندات وغيرها) وهو لذلك يسمى "سوق الإصدار" وبمعنى آخر، توجد في هذا السوق علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (المقترض) والمكتتب الأول فيها (المقرض) لتحويل المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل والسوق الأولي في غالب الأحوال لا يكون معروفا للجمهور حيث أن بيع الأوراق المالية يتم خلف أبواب مغلقة.[3]

2- السوق الثانوي:

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها من السوق الأولي، وعادة ما يطلق عليها بالبورصات أو الأسواق الثانوية، فهي الأسواق التي تنقل فيه الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات بمعنى أنها لا تمثل مصدر تمويل جديد وتكون على نوعين هما:

[1] أديب قاسم شندي، مرجع سابق، ص 158.

[2] بوقموم محمد، مرجع سابق، ص 92.

[3] محمد يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 99.

أ–السوق المنظمة: هي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

ب– السوق غير المنظمة: يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم (البورصة)، إذ أن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجر ي فيه المعاملات أي أنها أسلوب لأداء الصفقات المتمثل في (التلفون، التلكس، الانترنيت، الفاكس) الذي يجمع ما بين المستثمرين والتجار المستثمرين داخل دولة ما، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر أن يختار تداول الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة، ويطلق على هذه الأسواق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على العمليات خارج الصالة وتتولاها بيوت السمسرة المختلفة، وتختلف عن البورصة (السوق المنظمة) في عدم وجود مكان محدد تجري فيه المعاملات، وإنما يتم التعامل من خلال الاتصالات التلفونية أو الإلكترونية ويتم تحديد الأسعار بالتفاوض.[1]

الفرع الثالث: أدوات سوق رأس المال

تتميز سوق رأس المال بتوفر عدة أدوات لعل أهمها [2]:

1– الأسهم: إن الأسهم تشكل الرأسمال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإنها كلا من الرأسمال المعلن والرأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه، ومن أنواع الأسهم نجد:

أ– الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها آخر ما يجري تسديدها، ولحامليها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

[1] أديب قاسم شندي، مرجع سابق، صص 158- 159 .

[2] هوشيار معروف، مرجع سابق، صص 93- 130.

ب– الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة، ويتلقى أصحابهم حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات.

2– السندات: تعد السندات من أدوات سوق رأس المال، وهي تتميز عن غيرها من أدوات الأسواق المالية بخصائص مختلفة، فالسند هو التزام مالي تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقترض تقديم مدفوعات إلى المقرض والتي تدفع خلال عدد محدود من السنوات، بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية.

وتتميز السندات بخصائص متعددة أهمها:

–السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، وتحدد تقلبات الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.

–تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

–تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمتها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها نخصم وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.

–تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد.

–كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر.

–إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

3– المشتقات المالية: تعرف المشتقات المالية بأنها:

«أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تشتق أو تتوقف كلي اعلى القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم.[1]

[1] رزق عادل محمد، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات الماليةمن منظور إداري و محاسبي، الطبعة الأولى، دار طيبة للنصر و التوزيع والتجهيزات العلمية، القاهرة، 2004، ص 96.

خلاصة الفصل الأول:

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة وخصوصا تلك التي ترتكز على نشاطي القطاع العام والخاص في تج مي ع رؤوس الأموال المطلوبة للأغراض التنموية، وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط وهي تعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد.وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية اثر حدوث تطورات مهمة على المستويين العالمي والوطني، وبعد أن أصبحتمصادر التمويل الاستثماري غير مقتصرة على المصادر المحلية والعالمية والتقليدية، إذ تطورت واستحدثت أدواتوآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الاستثمارية في الأسواق العالمية، أتاحت فرصا ومزايا استثمارية في الأسواق العالمية، أتاحت فرصا ومزايا استثمارية لم تكن متاحة في السابق، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية فقد ثبتت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصا استثمارية ممتازة، وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول، وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة إيجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد كما أنها الوسيلة القادرة على الولوج إلى اقتصاد السوق، كما أن تحديث الأسواق المالية يتطلب إدخال بعض الأدوات والمستحدثات الجديدة، والتي على رأسها الأدوات الم الية الإسلامية كالصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تلعب دورا هاما في أسواق المال، فهي وسيلة فعالة في تجميع المدخراتوإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة.

المبحث الثالث: أدوات الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية .

إن مصادر التمويل في صورة قروض بفائدة قد أرهقت كاهل المشاريع التنموية و جعلتها تفقد ميزتها التنافسية مع المشاريع الأخرى، كما أن بعض ملاكها عزفوا عن التعامل بالقروض الربوية التي أصبحت تمثل معوقات تواجههم، لذلك أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية أخرى تكون ملائمة و من أبرزها أدوات الاستثمار الإسلامية التي لا تعتمد على فوائد ربوية و التي اكتسحت و بجدارة الأسواق المالية العالمية و من أكثرها شيوعا و نجاحا في تطوير التعاملات في هذه الأسواق الصكوك الإسلامية و صناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الأول:الصكوك الإسلامية.

توصف الصكوك الإسلامية بالأدوات الأكثر أهمية و حيوية لنموها و تطورها، و ذلك لتنامي الاهتمام بها لدورها في تنمية رأس المال، سواء بالاستثمار أو التمويل، و يتوقع أن الصكوك أفضل وسائل جذب المدخرات و تجميع الأموال لتمويل مشروعات التنمية، و مواجهة المشكلات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية و خصائصها.

برزت الصكوك كمفهوم جديد للورقة المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية وفق قواعد و أحكام الشريعة الإسلامية، و بذلك فقد تعددت المفاهيم و التعاريف التي أطلقها الاقتصاديون و الفقهاء عليها كما تميزت عن غيرها بخصائص لا تتوفر في سواها.

1 -مفهوم الصكوك الإسلامية:

يمكن تعريفها لغة و اصطلاحا.

أ – لغة:جمع صك و صكوك و أصك و صكاك، و يراد به وثيقة بمالأو نحوه،و يقال صكه صكا، أي دفعه بقوة أو ضربه، و صكت الباب أي أغلقته، و في القرآن الكريم (فَصَكَّتْ وَجْهَهَا)[1]، أي لطمته تعجبا.

[1] سورة الذاريات، الآية 29.

ب- اصطلاحا: يقصد بها: وضع موجودات مدّرة للدخل كضمان أو أساس، مقابل إصدار صكوك، تعتبر ذاتها أصول مالية، و تعني كذلك تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، و من ثم بيعها في الأسواق المالية، مع مراعاة ضوابط التداول.

و عند هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، تعرّف الصكوك الإسلامية، و التي أطلقت عليها اسم "صكوك الاستثمار"، تمييزا لها عن الأسهم و السندات التقليدية، بأنها: وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصها شائعة في ملكية أعيان أومنافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، و ذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك، و قفل باب الاكتتاب و بدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

و يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية: هي أوراق مالية متساوية القيمة، محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية و صافي إيرادات و أرباح و خسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلا، أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، و هي قابلة للتداولو الإطفاء و الاسترداد عند الحاجة، بضوابطو قيود معينة و يمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعيانا أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية، أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب شروط معينة، و عليه فإن الصكوك لا تمثل دينا في ذمة مصدرها و إنما تثبت لحاملها حق ملكية شائعة في موجودات لها عائد.[1]

أيضا يمكن تعريفها بأنها: عبارة عن سندات إسلامية مرتبطة بأصول ضامنة بطرق متنوعة تتلاءم مع مقتضيات الشريعة الإسلامي.[2]

أيضا الصك عند أهل الاختصاص من القانونيين و الاقتصاديين قريب من معناه اللغوي، حيث يطلق الصك عندهم على الوثيقة التي تتضمن إثبات لحق من الحقوق، أو الورقة التي تمثل حقا من الحقوق.[3]

2 -خصائص الصكوك الإسلامية:

من أهم الخصائص المميزة للصكوك ما يلي[4]:

- الصكوك لها قيمة اسمية محددة، يحددها القانون، أو نشرة الإصدار.

[1] أحمد جابر بدران، الشروط و علوم الصكوك، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017، صص18-19.
[2] أحمد جابر بدران، أحكام السوق، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة،مصر، 2017، ص 155.
[3] حامد بن حسن بن محمد علي سيره، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، الميمان للنشر و التوزيع، السعودية، 2008، ص 46.
[4] أدهمإبراهيم جلال الدين، الصكوك و الأسواق المالية الإسلامية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى،دار الجوهرة للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2014، صص 54-55.

– الصكوك متساوية في القيمة، و في الحقوق و الواجبات و في ملكية الأموال الخاصة بها.

– الصكوك بعضها قابلة للتداول وفق شروط معينة.

– عدم قبول الصك للتجزئة في مواجهة الشركة، و في حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه. فإنه لابد من الاتفاق على أن يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.

– يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.

– إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة صكوكهم.

– إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، و لذلك له الحق في الرقابة و نحوها، و حق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين و الحق في نصيب الأرباح، و الاحتياطات، و التنازل عن الصك و التصرف فيه إلا ما يمنعه القانون، أو التزم به من خلال نشرة الإصدار، و حق الشفعة و حقاقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.

– أن مالكي الصكوك يشاركون في غنمها حسبالاتفاقالمبيّن في نشرة الإصدار و يتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل واحد منهم.

– أنها تصدر على أساس عقد شرعي مثل الاستصناع، أو الإجارة أو المضاربة.... إلخ بضوابط شرعية تنظم إصدارها و تداولها و بقية أحكامها و بالتالي فهي خاضعة لأحكام ذلك العقد.

– تمثل الصكوك أداة تمويل خارج الميزانية، فالإدارة لا تحتاج لتعليل استخدامها، لأن شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك (المستثمرين).

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية.

من أهم الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار و تداول الصكوك الإسلامية ما يلي[1]:

– يحكم الصك عقود الاستثمار الإسلامية مثل المشاركة، السلم، الاستصناع، الإجارة، و نحو ذلك من العقود متى كانت تتفق مع أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية.

[1]أحمد شعبان محمد علي، الصكوك و البنوك الإسلامية أدوات للتحقق التنمية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 32- 34.

– يضبط الصكوك أحكام المشاركة الاعتبارية المستقلة عن الأشخاص المشتركين في الصكوك و هي المسؤولة عن إدارة الصكوك.

– يتولى إدارة الصكوك الشركة المصدرة لها، و ذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقا لفقه المضاربة، و أحيانا قد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المصدرة (التي تقوم بالإدارة) على أن تقوم الأخيرة بالإدارة نظير عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، و يكون ذلك مستقلا عن عقد المضاربة، و لقد أجاز الفقهاء ذلك.

– يجب أن ينص صراحة في نشرة الاكتتاب طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك و بين الشركة المصدرة للصكوك، و لا 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 و يقوم بذلك على سبيل التبرع و المروءة، و لقد أجاز الفقهاء ذلك.

– إذا حدثت خسارة لا قدّر الله بدون تقصير أو إهمال أو تعد من الشركة المصدرة للصكوك و التي تتولى الإدارة، فتكون على المشاركين و ليس على الشركة و التي تكون قد خسرت جهدها.

– يتم قياس العوائد (الأرباح) الفترية (الدورية) قبل نهاية أجل الصكوك وفقا لمبدأ التنضيض الفعلي أو التنضيضالحكمي (التقديري) في ضوء المعايير الشرعية التي تضبط ذلك.

– لا تثبت ملكية الأرباح الموزعة الدورية تحت الحساب إلا بعد سلامة رأس المال وفقا لمبدأ: " الربح وقاية لرأس المال" أو المفهوم المحاسبي: " لا ربح إلا بعد سلامة رأس المال".

– يتم تداول الصكوك في سوق الأوراق المالية أو بأي وسيلة بديلة مناسبة وفق الضوابط الشرعية، و يتم تقويم الصك عند التداول عن طريق المساومة و التراضي بين البائع و المشتري و ذلك كله في ضوء اللوائح و الشروط التي تنظم ذلك.

– يجوز للشركة المصدرة للصكوك أن تتعهد بإعادة شراء الصكوك من حامليها حسب القيمة السّوقية لها أو بالسعر الذي تعرضه و ذلك بالتراضي بين الطرفين.

– يتم استهلاك (إطفاء) الصكوك إما مرة واحدة في نهاية أجل المشروع أو العملية أو على فترات دورية، و هذا ما يطلق عليه إطفاء الصكوك. و يجب الإشارة إلى ذلك في نشرة الاكتتاب.

الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.

بشكل عام فقد أشارت هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية إلى وجود عدة أنواع من الصكوك الإسلامية، في أنها تعددت باختلاف آليات إصدارها، و يمكن تصنيف تلك الصكوك على النحو التالي:

1 -الأدوات التمويلية القائمة على المشاركة:

و هي الأدوات التمويلية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر و حملة الصكوك هي علاقة مشاركة.

أ – صكوك المضاربة:

– **تعريفها**: هي وثائق استثماريةتمثل ملكية رأس المال المضاربة (القراض) على أساس وحدات متساوية القيمة، و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة و ما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه، فالمالكون لهذه الصكوك هم أرباب المال.[1]

أيضا: هي عقد على الشركة في الربح بمال من أحد الجانبين و عمل من الجانب الآخر.

كما عرّفها الأحناف: بأنها << عقد على الشركة في الربح بمال من جانب رب المال و عمل من جانب المضارب>>.[2]

إذا تعتبر صيغة المضاربة من أهم الصيغ الاستثمارية لأنها تقوم على التألف الحقيقي بين من يملكون المال وليس لديهم الإمكانية لتشغيله وبين من يملكون الخبرة إلا أنهم لايملكون المال، و يمكن القول بأن المضاربة هي نوع من أنواع المشاركة و لكن بين طرفين الأول يملك رأس المال و الآخر العمل.[3]

– **أنواعها**: المضاربة نوعان مطلقة و مقيدة.[4]

المضاربة المطلقة: و تكون في سلطة المضارب غير مقيدة، و هي صيغة صالحة للتعامل بين أصحاب الودائع الاستثمارية "كأرباب المال"،و المصارف الإسلامية كمضارب لكي يكون للمصرف حرية الاستثمار.

المضاربة المقيدة: و تكون فيها سلطة المضارب مشروطة بألا تتجاوز حدودا معينة، و يناسب هذا النوع من المضاربات المصارف الإسلامية حال مضاربة المصارف بمال الودائع باعتباره "رب المال"، فيمكن للمصرف أن

[1] أحمد شعبان محمد على،مرجع سابق، ص 30.
[2] محمد عبد المنعم أبوزيد، المضاربة و تطبيقاتها العملية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة،مصر، 1996، ص 21.
[3] سامي يوسف كمال، الصكوك المالية الإسلامية، الأزمة- المخرج، الطبعة الأولى، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2010، ص 145.
[4] رمزي محمود، الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية و الاسلام، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2013، ص 293.

يضع شروطا ويأخذ ضمانات أو رهونا للمحافظة على تلك الأموال في مواجهة أحزابالذمم الذي يشهده العصر الحديث.

ب- صكوك المشاركة: تعتبر من أهم صيغ التمويل الإسلامي.

– **تعريفها:** كلمة المشاركة مأخوذة من الشركة و هي خلط الملكية، و هي أن يوجد شيء لاثنين فصاعدا، عينا كان أو معنى[1]. و يمكن تعريفها بأنها عقد بين شخصين أو أكثر على الاشتراك في رأس المال و الربح.[2]

أيضا: صكوك المشاركة هي عبارة عن وثائق استثمارية تمثل ملكية رأس مال المشاركة على أساس وحدات متساوية القيمة، و مسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المشاركة و ما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه.و يجوز تداول صكوك المشاركة بعد بدأ النشاط.[3]

و تدار الصكوك على أساس الشركة، بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار.

– **أنواعها:** تنقسم إلى:

صكوك المشاركة المستمرة: و هي مثل الأسهم، يكون أجل الصكوك مستمرة في العمل و المكتتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال المشروع.

صكوك المشاركة المؤقتة: و تمثل هذه الصكوك مشروعا يكون محددا بمدة زمنية معينة، و يمكن استرداد القيمة الاسمية لهذه الصكوك بالتدريج، حيث يحصل حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح، حتى يستردوا كامل القيمة الاسمية، بالإضافة إلى الأرباح، و بذلك يكون الصك قد أطفئ أو بتعيين زمن محدد، حيث يصف فيه المشروع و توزيع أرباح التصفية على حملة الصكوك، و بذلك ينتهي المشروع.[4]

ج- صكوك المزارعة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأرض الزراعية، بغرض تمويل التكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة، و يتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.و مصدر هذه الصكوك هو مالك الأرض يرغبفي تمويل زراعتها، على أساس عقد المزارعة، و اقتسام

[1] أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981، ص 238.
[2] محمد شيخون، الاقتصاد الإسلامي الوقائع و الأفكار الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر و التوزيع،الأردن، 2006، ص 120.
[3] أحمد شعبان محمد علي، مرجع سابق، ص 30.
[4] أحمد جابر بدران، مرجع سابق، ص 34.

المحصول بين مالك الأرض و من يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، و المكتتبون في هذه الصكوك مزارعون لهذه الأرض بأموالهم.

د– **صكوك المساقاة:** هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد، من أجل تمويل السقاية و الرعاية، و يتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة، و يصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة، و مصدر الصك قد يكون مالكا لمساحات واسعة من أشجار الفاكهة، و يرغب في تمويل رعاية هذه الأشجار من السقيو التهذيب و التسميد و معالجة الآفات الزراعية، و المكتتبون في الصكوك مساقون يتولون رعاية بساتين الشجر بأموالهم، و اقتسام محصول الفاكهة، حسب الاتفاق الذي تمثله نشرة الإصدار، بينهم و بين مالك الشجر، على أساس عقد المساقاة الشرعية.

هـ– **صكوك المغارسة:** المغارسة هي وثائق متساوية القيمة، يصدرها مالك الأرض محل التعاقد لتمويل تكاليف الغرس، بموجب عقد المغارسة، و يتشارك حملة الصكوك في الأشجار التي تم غرسها، و في الأرض التي تم الغرس عليها، وفقا للعقد و يصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض و الغرس.

و مصدر هذه الصكوك هم مالكو الأرض، لاستخدام حصيلتها في الصرف في تسوية و إعداد الأرض لزراعة الأشجار تدرّ ثمارا على أساس عقد المغارسة الشرعية مع اقتسام المساحات المغروسة بين مالكي الأرض و المكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق، و بعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق.[1]

2 –الأدوات التمويلية القائمة على البيع:

يكون العقد هنا بين جهة الإصدار و الطرف الآخر (حملة الصكوك) على عقد البيع من مرابحة و سلم و استصناع و غير ذلك.

أ– صكوك السلم: يرى المالكية أنه يجوز تأخير قبض رأس مال السلم يومين أو ثلاثة، بينما يرى غيرهم أنه يشترط قبضه في مجلس العقد.

[1] عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، صص 140-141.

عرف السلم الدكتور السنهوري : بأنه بيع شيء غير موجود بالذات بثمن مقبوض في الحال، على أنه يوجد الشيء و يسلم للمشتري في أجل معلوم و يسمى المشتري "المسلم" أو" رب السلم" و البائع : المسلم إليه، والمبيع :المسلم فيه، و الثمن: رأس المال.[1]

و من خصائص السلم أنه[2]:

- يعتبر من الأدوات قصيرة الأجل (مثل أذونات الخزينة).
- أداة جيدة لتوظيف المدخرات في الاستثمارات قصيرة الأجل.
- وسيلة مناسبة لسد عجز الموازنة قصيرة الأجل.

ب- صكوك الاستصناع: هو عقد يبرم من جهة مصنعة بحيث تتعهد بموجبه بصنع سلعةما وفقا لشروط معينة، و من أهم هذه الشروط وصف السلعة المصنعة، حيث يجب أن يكون هذا الوصف دقيقا فيما يتعلق بطبيعة و مواصفات المنتج و الجودة التي يجب أن يكون عليها.

و خلافا لبيع السلم لا يتعين دفع القيمة الكاملة عند إبرام العقد، حيث عادة ما يتم الاكتفاء بدفعة مبدئية.

و تعد صيغة الاستصناع هي أساس لغالبية عقود العمل المتطابقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المستخدمة حاليا.

ينعقد الاستصناع بالإيجاب و القبول من المستصنع و الصانع، و يقال للمشتري (مستصنع)، و للبائع (صانع) و للشيء (مصنوع) كاتفاق شخصين على صنع أحذية أو آنية أو مفروشات و نحوها.وهو عقد يشبه السلم، لأنه بيع معلوم، و أن الشيء المصنوع ملتزم عند العقد في ذمة الصانع البائع و لكنه يفترق عنه من حيث أنه لا يجب في تعجيل الثمن، و لا بيان مدة الصنع و التسليم، و لاكون المصنوع مما يوجد في الأسواق.

عقد الاستصناع لازم أي إذا انعقد ليس لأحد العاقدين الرجوع عنه بدون رضا الآخر.[3]

[1] محمد عبد العزيز حسن زيد، التطبيق المعاصر لعقد السلم، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص15.
[2] أحمد جابر بدران، مرجع سابق، ص 36.

[3] سامي يوسف كمال، مرجع سابق، ص 159.

جـ- صكوك المرابحة: هو أحد نوعي البيع، لأن البيع في الفقه الإسلامي إما مساومة أو مرابحة، و هي أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلع و يشترط عليه ربحا ما، كما قال ابن رشد، يمثل الثمن المصروفات على السلعة.[1]

و الأصل في بيع المرابحة مراعاة الأمانة في بيان الثمن و الربح و النفقات، لذا فإن تنازع العاقدان لظهور الكذب في بيان الثمن، فللمشتري الحق في رد السلعة أو إمساكها إن شاء أي ثبوت الخيار له و هورأي أبو حنيفة و الشافعية.[2]

و أن لا يكون الثمن من جنس السلعة المباعة كأن يكون الثمن قمحا و السلعة المباعة قمحا، لأ ن الزيادة حينئذ تكون ربا.

3 – الأدوات التمويلية القائمة على الإجارة:

أ – **تعريفها:** هي تمليك منافع مباحة لمدة معلومة بعوض، أو هي عقد على منفعة مباحة معلومة لمدة معلومة، أما المنفعة فتكون منفعة غير سكنى الدّار أو ركوب سيارة، و قد تكون منفعة عمل مثل عمل المهندس و الخياط و النساج ...الخ و قد تكون منفعة من يبذل جهدا مثل العمال.

و المالك الذي يؤجر المنفعة يسمى "مؤجرا" و الذي يبذل الجهد يسمى مستأجرا و الشيء المعقود عليه المنفعة يسمى "مأجورا" ، و العطاء المبذول مقابل منفعة يسمى "أجرا" أو "أجرة"، و متى صح عقد الإجارة ثبت للمستأجر ملك المنفعة، و ثبت للمؤجر ملك الأجرة، لأن الإجارة عقد معارضة، و هي من العقود المشروعة التي دلّ على جوازها الكتاب و السنة و الإجماع.[3]

ب- **أنواعها:** تنقسم صكوك الإجارة المطبقة حاليا إلى عدة أنواع أشهرها:[4]

– صكوك ملكية الأصول المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، و لا تقبل التجزئة، و يمكن تداولها بالطرق التجارية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو موعود باستئجارها، مما يخول ملّاكها حقوق هذه الوثائق، و يترتب عليهم مسؤولياتها.

[1] مصطفى كمال السيد طايل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 202.
[2] رمزي محمود، مرجع سابق، ص 294.
[3] فوزي عطوي، علم الاقتصاد في النظم الوضعية و الشريعة الاسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005، ص 100.
[4] عبدالله بن محمد العمراني، محمد بن ابراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد ين سعود الإسلامية، السعودية، 2013، ص ص 11-12.

– صكوك ملكية المنافع: يمكن تعريفها بأنها وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، و لا تقبل التجزئة، تمثل حصصا شائعة مما يخوللاكها حقوق هذه الوثائق و يترتب عليهم مسؤولياتها.

– صكوك الحقوق المعنوية: يمكن تعريفها بأنها: أوراق ماليةمحددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية حقوق معنوية، تخول مالكها منافع و تحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية من بين المنتجات المالية الجديدة المبتكرة و التي تجمع المال، و الخبرة لتمكن مستثمريها من المشاركة في تشكيلات الأوراق المالية عبر إدارة متخصصة وفق صيغ إسلامية خاضعة لضوابط الشريعة السمحاء و يتجلى كل هذا في تنشيط الأسواق المالية و تفعيلها كمطلب مهم و ضروري.

الفرع الأول: مفهوم الصناديق الاستثمارية و خصائصها.

لقد برزت صناديق الاستثمار حديثا و هذا كضرورة ملحة و تقوم بدورها الهام و الفعال، من جوانب عديدة كوعاء استثماري يحكمه الطابع الشرعي الذي حدد لها مجالات الاستثمار المختلفة.

1 –**تعريفها:** و يمكن تعريفها بأنها: عقد شركة بين إدارة الصندوق و المساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع و شراء الأوراق المالية، و يشترك المساهمون في الأرباح الناتجة في استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقا للشروط التي تبيّنها نشرة الإصدار.[1]

أيضا: هي برنامج استثمار مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج و يديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة.[2]

[1] الحسني أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 6.

[2] محمد الفاتح المغربي، التمويل و الاستثمار في الإسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 2018، ص ص343-344.

كما يمكن تعريفها بأنها هي نوع من الاستثمارات التي تتضمن تجميع الأموال من عدة مستثمرين في وعاء واحد و من ثمة تمويل استثمار متوافق مع أحكام الشريعة.[1]

2 –**خصائصها**: يمكن ذكر أهم خصائصها فيما يلي[2]:

– لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية و عن الجهة المنوط بإدارتها و تأسيسها على ذلك فهي مؤسسة لها صفة قانونية و شكل تنظيمي و إطار مالي و محاسبي مستقل، و هذه السمة جائزة شرعا.

– تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال حيث تقوم الصناديق بتجميع الأكثر من الأكثر من فرد أو من جهة، والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة (رب المال)، و يمثل الصندوق شخصية معنوية، و هذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة.

– يلتزم الصندوق بالقوانين و القرارات و التعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية.

– يلتزم الصندوق في معاملته و تصرفاته المختلفة بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، و كذلك بالفتاوى و المقررات و التوصيات الصادرة عن مجامع الفقه و هيئات الفتوى و المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.

– يتولى إدارة الصندوق الجهة المتخصصة بحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أيعقود مستحدثة و التي تعمل في إطار الأهدافو السياسات و الخطط الإستراتيجية و المرجعية الشرعية و القانونية، و هذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة و مدير الصندوق.

– توظف الأموال طبقا لمجموعة من الضوابط و المعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر و غير المباشر و ذلك طبقا لصيغ الاستثمار الإسلامية و منها المساهمات في أوراق مالية، و المضاربة و المشاركة و المرابحة و السلم و الاستصناع و الإجارة، و هذا يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

[1] رقية شرون، دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق رأس المال الإسلامية – التجربة الماليزية- مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، جامعة بسكرة،مارس 2016، ص 48.

[2] حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية و المالية على صناديق الاستثمار الإسلامي،المؤتمر العالمي الثالث للاقتصادالإسلامي، جامعة أم القرى، مصر، 2009،صص 13- 14.

– يحق للمشتركين في الصندوق استرداد قيمة مساهماتهم وفق ضوابط و شروط معاينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدة مختلفة و يناسب صغار المستثمرين، و يستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية.

– توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقا لضوابط عقود المضاربة و الوكالة و السمسرة، وذلك طبقا للمعايير الشرعية و المحاسبة الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة و المراجعةللمؤسسات المالية و الإسلامية.

الفرع الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية.

تقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى الأنواع الآتية:

1 –**صناديق الأسهم الإسلامية:** و يقوم مبدأ هذا الصندوق على:

– اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحا.

– أن يحسب المدير ما دخل على الشركات، التي يكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

– أن يتقيد بشروطها صحة البيع، و أن يتقيد بشروط الصرف في حالة النقود.

2 –**صناديق السلع:** و يكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، و اتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدولية، نظرا لتطور أسواق السلع الدولية، ووجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، و يقصد هنا بالسلع تلك التي يكون لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمنيوم و النحاس و البترول و يقتصر التعامل بالسلع المباحة، و التي يجوز شراؤها بالنقد و بيعها بالأجل و يستثنى من ذلك الذهب و الفضة، و قد تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم.

3 –**صناديق التأجير:** و عقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع، كالسكن بالنسبة للمنزل، و النقل بالنسبة للسيارة، إذن هو عقد بيع للمنافع.

و يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق الأصول المؤجرة مثل المعدات و السيارات و الطائرات و العقار.

خلاصة الفصل الأول:

تحتل الأسواق المالية مكانة متميزة في النظم الاقتصادية المعاصرة وخصوصا تلك التي ترتكز على نشاطي القطاع العام والخاص في تج مي ع رؤوس الأموال المطلوبة للأغراض التنموية، وتستحوذ الأسواق المالية على أهمية خاصة، بالنظر لما تزاوله من نشاط وهي تعد انعكاسا للنظم المالية والاقتصادية في أي بلد.

وقد ازدادت أهمية الأسواق المالية اثر حدوث تطورات مهمة على المستويين العالمي والوطني، وبعد أن أصبحت مصادر التمويل الاستثماري غير مقتصرة على المصادر المحلية والعالمية والتقليدية، إذ تطورت واستحدثت أدوات وآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الاستثمارية في الأسواق العالمية، أتاحت فرصا ومزايا استثمارية في الأسواق العالمية، أتاحت فرصا ومزايا استثمارية لم تكن متاحة في السابق، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية فقد ثبتت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصا استثمارية ممتازة، وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول، وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة إيجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد كما أنها الوسيلة القادرة على الولوج إلى اقتصاد السوق، كما أن تحديث الأسواق المالية يتطلب إدخال بعض الأدوات والمستحدثات الجديدة، والتي على رأسها الأدوات الم الية الإسلامية كالصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية، حيث تلعب دورا هاما في أسواق المال، فهي وسيلة فعالة في تجميع المدخرات وإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة.

و في الفصل الموالي سنتطرق إلى الجهاز المصرفي و دوره في أسواق المال.

تمهيد الفصل الثاني:

يؤدي الجهاز المصرفي دورا حيويا في النشاط الاقتصادي المحلي و العالمي حيث يعتبر الجهاز العصبي لأي نظام اقتصادي و مالي، فتتضح أهمية علاقة البنوك و الأسواق المالية من الدور الفعّال الذيتلعبه في الوقت الحاضر، حيث أن البنوك سواءأكانت مركزية أو تجارية أو إسلامية أو غيرها لم تعد مجرد خزائن لودائع الأفراد، بل أصبحت تقوم بدور بالغ الأهمية في التحكم في المعروض النقدي، كما أن لها تأثير قوي على حجم الاستثمارات في الاقتصاد و أوجه تخصيصها من خلال تنشيط و تطوير الأسواق المالية مع رفع كفاءتها و دعمها عبر العلاقات التكاملية بين قطاعات الجهاز المالي ككل، هذه العلاقات التي فرضت نفسها في كل الدول الّتي تولي اهتماما بأسواقها و بنوكها و تعمل جاهدة على عصرنتها و توطيد العلاقة بينها، التي من شأنها أن تنعكس إيجابا على الاقتصاد.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: النشاط المصرفي طبيعته وأهميته.

المبحث الثاني: التكامل في وظائف الجهاز المصرفي و سوق المال.

المبحث الثالث: البنوك و سياسات الاستثمار في الاوراق المالية.

المبحث الأول: النشاط المصرفي طبيعته و أهميته

يعتبر القطاع المصرفي من أهم و أبرز قطاعات الاقتصاد، ليس فقط لأنه يتفاعل تأثيرا و تأثرا بمختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى و لكن أيضا لأنّ لهذا القطاع تأثيراته الاجتماعية التي تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر و غير مباشر.

المطلب الأول: نشأة و تطور الفكر المصرفي

كانت البنوك تنوّع عملياتها التي تقوم بها و ذلك تبعا للتطوّرات التي تعاقبت على مقوّمات المجتمع على مرّ السنين، و كان من الصعب وضع تعريف محدد للبنك يستمد منطقه من أوجه النشاط التي يقوم بها.

الفرع الأول: مفهوم البنك

يشتمل هذا الفرع على مفهوم البنك لغة و اصطلاحا حسب مايلي:

1- لغة: كلمة بنك أصلها كلمة إيطالية BANCO و تعني مصطبة، و كان يقصد بها في البدء المصطبة التي يجلس عليها الصرّافون لتحويل العملة ثم تطوّر المعنى فيما بعد ليقصد بالكلمة منضدة التي يتم فوقها تبادل العملات، ثم أصبحت في النهاية تعني المكان الذي توجد فيه تلك المنضدة و تجري فيه المتاجرة بالنقود[1].

2- اصطلاحا: يمكن تقديم عدة تعاريف و هي:

- البنك هو مؤسسة تقبل الأموال (ودائع و ادخارات)، و تكون مدينة (خصوم) و تقدم للغير فتصبح دائنة (أصول)، فهي تقرض و تقترض، و تقوم بالوساطة المالية المصرفية (وساطة نقدية).

- حسب المعجم الوسيط لمجمع اللغة العربية، يعرّف البنك بأنّه: <<مؤسسة تقوم بعمليات الائتمانبالإقراض و الاقتراض>>.

[1] محمّد باوني، العمل المصرفي و حكمه الشرعي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد16 ، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2001، ص130.

– حسب الموسوعة العربية الميسرة، المصرف أو (البنك) كلمة تطلق بصفة عامّة على المؤسسات التي تقوم بإقراض و اقتراض النقود.

– كما يمكن تقديم تعريف للبنك كما يلي: << البنك هو مؤسسة، تهتم بشكل أساسي بجمع النقود الفائضة من الأفراد و المؤسسات و الحكومة، في شكل ودائع و أشكال أخرى، و تكون مدينة بهذه المبالغ، و يتم استخدامها في عمليات الخصم و الإقراض و عمليات نقدية و مالية أخرى، و تسجل هنا دائنة[1].

و يعرّف أيضا: البنك هو منشأة تنصب عملياتها الرئيسية على تجميع النقود الفائضة عن حاجة الجمهور أو منشآت الأعمال أو الدولة لغرض إقراضها للآخرين، وفق أسس معينة، أو استثمارها في أوراق مالية محددة[2].

الفرعالثاني: النشأة التاريخية للبنوك

يمكن تناول نبذة عن نشأة البنوك فيمايلي:

نشوء البنوك (أو المصارف) في شكلها الحالي، لم يظهر دفعة واحدة مكتملة المعالم، و كانت وليدة تطوّر طويل امتدّ من النظم البدائية الأولى وصولا للنظام الحالي، و يوجد ارتباط قوي بين تطوّر النقود و إنشاء البنوك، و من خلال هذه العلاقة أمكن إدارة عرض النقود و التحكم فيه، و لعبت البنوك الإيطالية خلال الفترة الممتدة من القرن 13 إلى القرن 16 دورا رائدا في مجال تطوّر النقود، و كانت "فينيسيا" الإيطالية في بداية الأمر مكانا للفنون المصرفية خلال هذه الفترة، و من الأدلة على هذا وجود "شارع لومبارديا" في لندن، نسبة لمدينة "لومبارديا" الواقعة في شمال إيطاليا، حيث تمركزت فيه الأنشطة المصرفية.

وتتطور البنوك وفق تقسيم زمني، يغطي العصور القديمةو العصور الوسطى الأوروبية و العصور الحديثة.

1– العصور القديمة:

[1] خليل عبد القادر، مبادئ الاقتصاد النقدي و المصرفي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،2014، ص ص13–14.

[2] شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص25.

ارتبط ظهورها باستعمال النقد في التداول، و الحاجة لأماكن آمنة عند السّوق، وذلك تبعا للحضارات التالية:

أ- الحضارة السومرية: يعود تاريخ نشأة البنوك إلى 34 قرنا قبل الميلاد جنوب بلاد الرافدين، عن طريق معابدهم المقدسة و أشهرها "المعبد الأحمر".

ب- الحضارة البابلية: ظهرت على أنقاض الحضارة السومارية، حيث أظهرت حفريات هناكبتواجد النشاط المصرفي عشرين قرنا قبل الميلاد، و يرجع أوّل تنظيم للأعمال المصرفية لقانون حمورابي في القرن الثامن عشر قبل الميلاد، بتطبيق نظام الوديعة و الفائدة، و اعتبر البابليون المعابد أحسن الأماكن لوضع الودائع (الأمان، الثقة) ، و لذلك يقال المعابد أو مكان لبنوك الودائع.

ج- الإغريق: لم يعرفوا نظاما مصرفيا متطوّرا يختلف عن البابليين إلى غاية حلول القرن السادس قبل الميلاد، حيث شهدت تطورات مصرفية توزعت بين المعابد و الشركات الخاصة و الهيئات العمومية المرتبطة بظهور الديمقراطية[1].

د- الرومان: لقد تتلمذ الرومان و الإغريق في الأعمال المصرفية فبواسطتهم تم تعميم العمل بالأعراف المصرفية الإغريقية في البلاد التي خضعت للنفوذ الروماني، ففي مصر و خلال القرنين الأول و الثاني للميلاد بلغت الأعمال المصرفية أقصى درجات تطوّرها، و منها الصرف اليدوي و التحويلات النقدية و صرف العملات الأجنبية و قبول الودائع و إعطاء القروض برهن، و أوامر الدفع و بعض الأعمال المصرفية قد عرفت تطوّرا في العهد الروماني، غير أن شساعة الرقعة الجغرافية للإمبراطورية الرومانية إلى جانب انقطاع طرق المواصلات و فقدان الأمن و الاستقرار، أثّر سلبا على تطوير الأعمال المصرفية إلى أن كان الانهيار الحضاري للإمبراطورية الرومانية قبل نهاية القرن الخامس ميلادي، فكان ذلك حدا فاصلا في انقطاع الجسور مع ما هو موروث من فنون السّابقين في هذا المجال[2].

1 -بداية العصر الإسلامي:

أخذت الحضارة الإسلامية في بدايتها عن الإغريق و الرومان، و ساد نظام مصرفي بعمليات مختلطة (قرض قبيح بالربا و قرض حسن)، و أبقى الإسلام على الأخير.

2 -العصور الوسطى الأوروبية:

[1] خليل عبد القادر، مرجع سابق، ص15.

[2] جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النبأ، الجزائر، 1996، ص12.

كانت نواة بداية تطوّر العمل المصرفي هي الدول الأوروبية، و بالضبط في إيطاليا أواخر القرن الرابع عشر في "جنوة" و "فلورنسا"، بفعل تمويل الحروب الصليبية آنذاك، و نشأ أول مصرف سنة 1157م بالبندقية، ثم بنك الودائع ببرشلونة سنة 1401م، ثم بنك جنوة سنة 1407م أقدم بنك حكومي كان بالبندقية، ثم بنك أمستردام سنة 1609م من طرف بلدية أمستردام[1].

المطلب الثاني: أهمية و وظائف الجهاز المصرفي

يعتبر الجهاز المصرفي أحد المكونات الأساسية لاقتصاديات أي دولة، فهو يزود المجتمع بخدمات أساسية بدونها لا يستطيع الاقتصاد في الوقت الحاضر أن يعمل يرقى. و يؤدي الجهاز المصرفيوظيفة اقتصاديةهامة ، ويمكننا من خلال هذا المطلب أن نحاول معرفة هذه الأهمية و الوظائف في العصر الحديث .

الفرع الأول: أهمية البنوك

تظهر أهمية البنوك في العصر الحديث بأدائها أرصدة ضخمة من الودائع الصغيرة على مستوى الوفرات المختلفة من الحجم الكبير و ذلك كما يلي[2]:

- بدون هذه الوساطة يتعيّن على صاحب المال أن يجد المستثمر المطلوب و العكس بالشروط و المدّة الملائمة للاثنين.

- بدون المصارف تكون المخاطرة أكبر لاقتصار المشاركة على مشروع واحد.

- نظرا لتنوّع استثمارات المصارف فإنّها توزّع المخاطر مما يجعل في الإمكان الدخول في مشاريع ذات مخاطرة عالية.

- يمكن للمصارف، نظرا لكبر الأرصدة أن تدخل في مشاريع طويلة الأجل.

- إنّ وساطة البنوك تزيد من سيولة الاقتصاد بتقديم أصول قريبة من النقود تدرّ عائدا ممّا يقلّل الطلب على النقود.

- تقديم أصول مالية متنوّعة المخاطر، و عائد مختلف، و شروط مختلفة للمستثمرين، فإنّها تستوعب جميع الرغبات و تستجيب لها.

- تشجيع الأسواق المالية التي تستثمر و تصدر الأصول المالية التي يحجم عنها الأفراد خوفا من المخاطرة.

[1] خليل عبد القادر، مرجع سابق، صص 15-16.

[2] محمدفتحيالبديوي،إدارةالبنوك،الطبعةالأولى،المكتبةالأكاديمية،القاهرة، مصر، 2012،ص 20 .

الفرع الثاني: وظائف البنوك

للبنوك وظائف متعددة تختلف من بنك لآخر و من هذه الوظائف نذكر مايلي[1]:

1 -**قبول الودائع و تنمية الادخار:** تقوم البنوك التجارية بصفة معتادة بقبول ودائع الأفراد و الهيئات التي تدفع عند الطلب أو بناء على إخطار سابق أو بعد انتهاء أجل محدّد. و لا تقتصر وظيفة البنك التجاري على مجرّد قبول الودائع و تقديمها للأفراد و الهيئات، بل تتعدى هذه الوظيفة السلبية لتصبح وظيفة إيجابية تتمثل في جذب هذه الودائع عن طريق تنمية الوعي الادخاري، و حث الأفراد و الهيئات على الادخار.

2 -مزاولة عمليات التمويل الداخلي و الخارجي بما يحقق أهداف خطة التنمية:

- منح التسهيلات الائتمانيةقصيرة الأجل، فتقوم البنوك التجارية بتقديم القروض و السلفيات للعملاء لتمويل عمليات الإنتاج و التسويق الداخلي و الخارجي، و تطلب البنوك التجارية العملاء في معظم الأحوال بتقديم الضمانات الكافية للبنك، حتى يتجنب مخاطر عدم وفاء العملاء بالتزاماتهم أو تحد من هذه المخاطر.

- المساهمات في إنشاء مشروعات جديدة أو تدعيم المركز المالي لمشروعات قائمة عن طريق الاكتتاب في رؤوس أموال هذه المشروعات فتلجأ للاشتراك في أحد المشروعات عن طريق تقديم قروض طويلة الأجل، و ذلك لدعم الاقتصادالقومي و المساعدة في تحقيق أهداف خطة التنمية.

- الاستثمارات قصيرة الأجل في شراء الأسهم و السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية و أسهم سندات الشركات التي يتأكد للبنك سلامة مركزها المالي. و كثيرا ما يلجأ البنك التجاري إلى تكوين محفظة أوراق مالية تحتوي على تشكيلة من الأوراق المالية التي يسهل تحويلها إلى نقدية دون التعرّض للخسائر، و هنا يتمشى مع عاملي السيولةو الأمان.

3 -**تقديم الخدمات المصرفية:** حيث تتنافس البنوك التجارية في تنويع الخدمات المصرفية التي تقدمها لعملائها، و في تبسيط إجراءات حصول العملاء على هذه الخدمات.

و من أهم الخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك التجارية لعملائها:

- تحصيل و خصم الأوراق التجارية مقابل الحصول على عمولات و أجور و تقديم التسهيلات الائتمانية للعمال بضمان الأوراق التجارية.

[1] محمد عبدالفتاحالصيرفي،إدارةالبنوك،الطبعةالأولى،دارالمناهجللنشروالتوزيع،عمان ، الأردن، 2014،صص 22-24.

– تقديم بعض الخدمات الخاصة بالأوراق المالية للعملاء حيث تقوم البنوك بتحصيل و دفع كبونات الأوراق المالية نيابة عنهم أيضا.

هذا فضلا عن قيام البنوك أيضا بأعمال إصدار الأوراق المالية نيابة عن الشركات و حفظ الأوراق المالية للعملاء و منح التسهيلات الائتمانية بضمان الأوراق المالية.

– فضلا عن ذلك تقوم البنوك بتقديم العديد من الخدمات المصرفية الأخرى مثل إصدار خطابات الضمان للعملاء، و القيام بأعمال الاعتمادات المستندية نيابة عنهم في حالة الاستيراد و التصدير، و شراء و بيع العملات الأجنبية و تأجير الخزائن.

أما عن الخدمات المصرفية الحديثة مايلي:

- القروض الاستهلاكية.
- خدمات الإرشاد و النصح المالي.
- إدارة النقدية للمشروعات.
- التأجير التمويلي.
- المساهمة في تمويل المشروعات المخاطرة .
- بيع الخدمات التأمينية.
- تقديم الخدمات الاستثمارية للمضاربة في الأسهم.
- تقديم صناديق الاستثمار و صناديق العوائد السنوية الدورية.
- تقديم خدمات بنوك الاستثمار و البنوك المتخصصة.
- تقديم خدمات الثقة (ضمان تسويق الأوراق المالية).
- تمويل مشروعات الامتياز.

و يمكن اختصار وظائف البنوك فيما يلي[1]:

أ- وظائف نقدية: تشمل ما يلي:

- قبول الودائع.
- منح القروض.

[1] خليل عبد القادر، مرجع سابق، صص 21-22.

- إنشاء (خلق) نقود الودائع.
- إصدار النقود القانونية (البنك المركزي).

ب- وظائف تمويلية: تشمل ما يلي:

- توفير النقود القانونية، و تنظيم تداولها من طرف البنك المركزي.
- تمويل الاقتصاد الوطني.
- إعادة تمويل البنوك.

المطلب الثالث: بنية و هيكل الجهاز المصرفي الحديث

ينصرف معنى الجهاز المصرفي بمعناه الضيق إلى البنك المركزي و البنوك التجارية و بالمعنى الواسع يتكوّن الجهاز المصرفي من البنك المركزي و البنوك التجارية و البنوك المتخصصة، كما يمكن أن يضاف إلى ذلك بقية المؤسسات المالية و المصرفية الأخرى مثل البنوك الإسلامية، البنوك الشاملة و غيرها.

الفرع الأول: البنك المركزي

يعتبر البنك المركزي من أهم المؤسسات المالية،و يأتي على رأس النظام المصرفي و يعتبر الدعامة الأساسية للهيكل النقدي و المالي في كل أقطار العالم، وتعتبر نشاطاته في غاية الأهمية، وإنّ وجوده ضروري لتنفيذ السياسة المالية للحكومة، ويلعب دورا مهما في تنفيذ السياسة الاقتصادية في الدولة، و يتمتع بالسيادة والاستقلال.

1 - **تعريفه:**

يمكن تعريف البنك المركزي بأنّه مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول (الموجودات) الحقيقية إلى أصول نقدية و الأصول النقدية إلى حقيقية وهو خالق و مدمر في نفس الوقت، ذلك النوع من أدوات الدفع التي تتمتع بالقدرة النهائية و الإجبارية على الوفاء بالالتزامات و التي تمثل قمّة السيولة و التي تسمّى بالنقود القانونية و هو كذلك المهيمن على شؤون النقد و الائتمان في الاقتصاد الوطني[1] .

2 -**وظائفه:**

[1] حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2010، ص 21.

تتمثل هذه الوظائف فيما يلي[1]:

– تنظيم العملة وفقا لمتطلبات الأعمال و الجمهور، و لهذا الغرض يمنح الحق الوحيد لإصدار الأوراق النقدية أو على الأقل احتكارا جزئيا لذلك.

– إنجاز الأعمال المصرفية العامة و خدمات الوكالة للحكومة.

– الاحتفاظ بالاحتياطات النقدية للمصارف التجارية.

– الاحتفاظ باحتياطات البلد من العملات الدولية و إدارتها.

– تقديم التسهيلات الائتمانية بشكل إعادة القطع (الخصم) أو التسليفات مقابل ضمان للمصارف التجارية، و بيوت الخصم (القطع) و المتعاملين المجازين بالأوراق التجارية، و قبوله العام لمسؤولية الملجأ الأخير للإقراض.

– تسوية أرصدة المقاصة بين المصارف، و تقديم تسهيلات لإجراء التحويلات النقدية بين المراكز الرئيسية.

– مراقبة الائتمان وفقا لحاجات الأعمال و الاقتصاد بصورة عامة و لأغراض تنفيذ السياسة النقدية العامة التي تتبناها الحكومة.

وأيضا تتمثل وظائفه في[2]:

– يمتلك البنك المركزي حق الرقابة على الوسطاء الماليين (من غير المصارف) الذين يقدمون الائتمان.

– يمتلك البنك المركزي القدرة على السيطرة على: توسيع الائتمان، السيولة، عرض النقود في الاقتصاد.

– وظيفة البنك المركزي بنك البنوك و الملجأ الأخير للإقراض، يتمتع البنك المركزي بمنزلة بنك البنوك من خلال قيامه بتقديم القروض و التسهيلات المصرفية لمؤسسات الجهاز المصرفي و للحكومة أيضا في أثناء الأزمات الاقتصادية و عند اقتضاء الحاجة إلى مثل هذه القروض بصفته المقرض الأخير للجهاز المصرفي[3].

الفرع الثاني: البنك التجاري

يتناول هذا الفرع إلى تعريف البنك التجاري و تعداد وظائفه مع السمات المميزة له كالآتي:

1- **تعريفه:**

[1] ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 245.
[2] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 24 .
[3] يوسف حسن يوسف، البنوك المركزية و دورها في اقتصاديات الدول، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 79.

يعتبر البنك التجاري نوع من أنواع المؤسسات المالية التي يرتكز نشاطها في قبول الودائع و منح الائتمان، و البنك التجاري بهذا المفهوم يعتبر وسيطا بين أولئك الذين لديهم أموالا فائضة، و بين أولئك الذين يحتاجون لتلك الأموال. وعلى الرغم من أنّ البنوك التجارية لا تعتبر الوسيط الوحيد في هذا المضمار، إلا أنّها تتسم بصفات معينة تميّزها عن غيرها من الوسطاء.

2- السمات المميّزة للبنوك التجارية:

تتسم البنوك التجارية بثلاث سمات هامة تميّزها عن غيرها من منشآت الأعمال، و تتعلق هذه السمات بالربحية، السيولة، و الأمان. و ترجعأهمية تلك السمات إلى تأثيرها الملموس إلى تشكيل السياسات الخاصة بالأنشطة الرئيسية التي تمارسها البنوك، و التي تتمثل في قبول الودائع و تقديم القروض و الاستثمار في الأوراق المالية و فيما يلي نعرض باختصار كل سمة.

أ – الربحية: يتكون الجانب الأكبرمن مصروفات البنك من تكاليف ثابتة في الفوائد على الودائع، و هذا يعني وفقا لفكرة الرفع المالي أن أرباح تلك البنوك أكثرا تأثرا بالتغيّر في إيراداتها و ذلك مقارنة مع منشآت الأعمال الأخرى. لذا يقال أن البنوك التجارية تعدّ أكثر منشآت الأعمال تعرّضا لآثار الرفع المالي، فإذا ما زادت إيرادات البنك بنسبة معيّنة ترتب على ذلك زيادة الأرباح بنسبة أكبر، و على العكس من ذلك إذا انخفضت الإيرادات بنسبة معينة انخفضت الأرباح بنسبة أكبر، بل قد تتحوّل أرباح البنك إلى خسائر. و هذا يقتضي من إدارة البنك ضرورة السعي لزيادة الإيرادات و تجنب حدوث انخفاض فيها.

ب- السيولة: يتمثل الجانب الأكبر من موارد البنك المالية في ودائع تستحق عند الطلب و من ثم ينبغي أن يكون البنك مستعدا للوفاء بها في أي لحظة. و تعد هذه من أهم السماتالتي تميّز البنوك التجارية عن منشآت الأعمال الأخرى، ففي الوقت الذي تستطيع فيه هذه المنشآت تأجيل سداد ما عليها من مستحقات و لو لبعض الوقت، فإن مجرّد أي إشاعة عن عدم توفّر سيولة كافية لدى البنك كفيلة بأن تزعزع ثقة المودعين و بدفعهم فجأة لسحب ودائعهم مما قد يعرّض البنك للإفلاس، و يزودنا التاريخ بدروس مستفادة من هذا الصدد. فلقد اضطر بنك أنترا اللبناني إلى التوقف عن دفع مستحقات المودعين و أقفل أبوابه في 14 نوفمبر 1966. و ذلك نتيجة زيادة مفاجئة في المسحوبات لم يتمكن البنك الوفاء بها بما لديه من موارد نقدية.

ج- الأمان: يتسم رأسمال البنك التجاري بالصغر، إذ لا تزيد نسبته إلى صافي الأصول عن 10% ، و هذا يعني صغر حافة الأمان بالنسبة للمودعين، الذين يعتمد البنك على أموالهم كمصدر للاستثمار.فالبنك لا

يستطيع أن يستوعب خسائر تزيد عن قيمة رأس المال، فإذا زادت الخسائر عن ذلك فقد تلتهم جزء من أموال المودعين، و النتيجة هي إعلان إفلاس البنك.

و تفرض السمات المشار إليها ثلاثة أهداف تهتدي بها إدارة البنك التجاري يتمثل **الهدف الأول** في تحقيق أقصى ربحية من خلال زيادة الإيرادات طالما أن الجانب الأكبر من التكاليف هو من النوع الثابت، و أنّ أي انخفاض في الإيرادات كفيل بأن يصحبه انخفاض أكبر في الأرباح. أما **الهدف الثاني** فيتمثل في تجنب التعرّض لنقص شديد في السيولة، لما لذلك من تأثير على ثقة المودعين فيه. و أخيرا يتمثل **الهدف الثالث** في تحقيق أكبر قدر من الأمان للمودعين على أساس رأس المال صغير و لذا يكفي لتحقيق الحماية المنشودة لهم[1].

3– **وظائفه**:يمكن تلخيص وظائف البنوك التجارية فيما يلي[2]:

أ–الوظائف التقليدية و تتمثل فيما يلي:

- قبول الودائع (فتح الحسابات) بمختلف أنواعها.
- منح القروض (الائتمان).
- تأجير الصناديق الحديدية (الحفظ الأمين).
- مضاعفة النقود.

ب–الوظائف الحديثة و تتمثل فيما يلي:

- إدارة الأعمال و الممتلكات للعملاء و تقديم الاستشارات الاقتصادية و المالية.
- سداد المدفوعات نيابة عن الغير.
- خدمات البطاقة الائتمانية.
- تحصيل فواتير الكهرباء و التلفون و الماء من خلال حسابات تفتحها المؤسسات المعنية، يقوم المشتركون بإيداع قيمة فواتيرهم فيها.
- تحصيل الأوراق التجارية.
- خصم الأوراق التجارية.

[1] منيرإبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2000، ص ص10-12.
[2] محمود حسين الوادي، النقود و المصارف، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن،2010، ص 105.

– المساهمة في خطط التنمية الاقتصادية.

الفرع الثالث: البنوك الإسلامية

جاءت المصارف الإسلامية تلبية لرغبات المجتمعات الإسلامية في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيدا عن شبهة الربا و بدون استخدام سعر الفائدة.

1 –**تعريفه:**

عرفتها اتفاقية إنشاء الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية بأنّها تلك البنوك أو المؤسسات التي ينص قانون إنشائها و نظامها الأساسي صراحة على الالتزامبمبادئ الشريعة و على عدم التعامل بالفائدة أخذا و عطاءا.

أيضا البنك الإسلامي هو مؤسسة مالية نقدية تقوم بالأعمال و الخدمات المالية و المصرفية و جذب الموارد النقدية و توظيفها توظيفا فعّالاً، يكفل نموّها و تحقيق أقصى عائد منها، و بما يحقق أهداف التنمية الاقتصادية و الاجتماعية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية السمحة.

و يتضمن مفهوم البنوك الإسلامية عناصر أساسية هي[1]:

– الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية من حيث عدم التعامل بالربا و الالتزام بالحلال و الابتعاد عن الحرام.

– حسن اختيار القائمين على إدارة الأموال بهدف ضمان تنفيذ الأحكام الشرعية في المعاملات المصرفية.

– الصراحة و الصدق و الشفافية في المعاملات حتى يتبيّن لعملاء البنك الإسلامي كيفية تحقيق الربح و معدل العائد على أموالهم المستثمرة في البنك.

– تنمية الوعي الادخاري و عدم حبس المال و اكتنازه، و البحث عن مشروعات ذات جدوى اقتصاديةللاستثمار فيها.

– تحقيق التوازن في مجالات الاستثمار المختلفة وفقا للأولويات الإسلامية الضروريات فالحاجات فالكم اليات.

– أداء الزكاة المفروضة شرعا على كافة أموال و معاملات و نتائج أعمال البنك الإسلامي.

[1] محمدمحمودالعجلوني،البنوكالإسلامية،الطبعةالأولى،دارالمسيرةللنشروالتوزيعوالطباعة،عمان،الأردن، 2008، ص ص 110 - 111.

2-أهداف البنك الإسلامي:

هناك جملة من الأهداف التي يسعى البنك الإسلامي إلى تحقيقها، و هذه الأهداف تنبع من كون البنك ممثلا عن أصحابه، و من كونه متخصصا في النشاطات و الأعمال المالية المصرفية المختلفة و يمكن إجمال هذه الأهداف فيما يلي[1]:

أ – أهداف شرعية: تتمثل في تطبيق منهج الله في مجال المال و الاقتصاد و تصحيح وظيفة رأس المال في المجتمع، و إبراز العمل الإنساني و الجهد البشري باعتباره عنصرا هاما من عناصر الإنتاج و تحقيق النمو الشاملة و الالتزام في كل ذلك بتعاليم الإسلام و توجيهاته و ذلك بإتباع أوامره و اجتناب نواهيه و التمسك بكل القيم الروحية و الأخلاقية التي دعت إليها الشرائع السماوية.

ب- أهداف اجتماعية: تتمثل في المشاركة في تحقيق التنمية الشاملة في المجتمعات التي تعمل فيها في المجالين الاقتصادي و الاجتماعي و المزج بينهما، و عدم الفصل بين الجانب الاجتماعي و الجانب المادي و يأتي رأس هذا الهدف إحياء فريضة الزكاة لتحقيق التكامل بين أفراد المجتمع التزاما بمراعاة حق الله في المال الّذي نحن مستخلفون فيه.

ج-أهداف اقتصادية: و تتمثل في:

- توظيف أموال أفراد و مؤسسات دول العالم الإسلامي بداخله.
- تسيير انتقال رؤوس الأموال الإسلامية بين العالم الإسلامي و من دول الفائض إلى دول النقص دون توسط العالم الخارجي.
- إعادة تدوير هذه الأموال داخل العالم الإسلامي بما يحقق نفعه و ضرّه و مصلحته و يحقق له التنمية المنشودة.

الفرع الرابع: البنوك المتخصصة:

هي البنوك المتخصصة في تمويل قطاع اقتصادي معين المجال متوسطة أو طويلة على شكل قروض أو استثمارات بينما تشمل مصادر أموالها على رؤوس الأموال الممتلكة أو حقوق الملكية، و تختلف البنوك

[1] محمود حسين الوادي، مرجع سابق، ص 191.

المتخصصة عن البنوك التجارية في بعض العناصر فمن حيث مصادر الأموال فالبنوك التجارية تعتمد على الودائع الجارية و الادخارية و الاعتماد يكون بشكل ضئيل على رؤوس الأموال في حين تعتمد البنوك المتخصصة على رؤوس أموالها الممتلكة، أمّا من حيث الاستخدامات فغالبا ما تمنح البنوك التجارية قروضا قصيرة الأجل إلى القطاعات الاقتصادية، خاصة القطاعات التجارية، في حين تركز المصارف المتخصصة على قطاعات اقتصادية محدّدة و لا تعتمد على التنويع في هذا المجال.

الفرع الخامس: بنوك التوفير

هي منشأة مالية تتولى جميع الادخارات الفردية على شكل ودائع و تقوم هذه المنشأة بمنح قروض قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل للجمهور ككل أو نحو الاستثمارات المختلفة[1].

الفرع السادس: بنوك الاستثمار

بنوكالائتمان المتوسط و الطويل الأجل، و عملياتها موجهة لمن يسعى لتكوين أو تجديد رأس المال الثابت (مصنع، عقار، أرض صالحة للزراعة....)،لذا فهي تحتاج إلى أموال غير قابلة للطلب متى شاء المودع، أي أنها تعتمد في إقراضها للغير على رأسمالها بالدرجة الأولى و على الودائع لأجل أي ودائع مرتبطة بتاريخ أي غير مستحقة الأداء عند مجرّد الطلب، و على الاقتراضمن الغير لفترة محدّدة بتاريخ (السندات) و هي تشبه تماما الودائع لأجل من حيث النتيجة، إلاّ أنّ الفرق هو أنّ البنك هنا هو الذي يسعى للاقتراض و جلب الوديعة تحت إغراء منح فائدة و الرغبة منه في توظيف ماله.

وأخيرا تعتمد تلك البنوك أيضا على المنح الحكومية و كل تلك الموارد التي تقدم ذكرها يجمعها جامع يتمثل في كونها غير مستحقة الطلب إلاّ بعد تواريخ معروفة مقدما[2].

الفرع السابع: البنوك الشاملة

هي تلك الكيانات المصرفية التي تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل و تعبئة أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات و توظيف مواردها و تمنح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على

[1] وليد العايب، لحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك و التقنيات البنكية، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013، ص 8.
[2] شاكر القزويني، مرجع سابق، ص 31.

تقديم كافة الخدمات المتنوعة و المتجددة التي قد لا تستند إلى رصيد مصرفي، بحيث تجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية و وظائف البنوك المتخصصة و بنوك الاستثمار و الأعمال[1].

أيضا هي تلك البنوك التي تسعى إلى تنمية مواردها المالية من خلال تنويع معاملاتها مع قطاعات عديدة بدلا من الاقتصار على قطاع بعينه و هو شكل تنظيمي من أشكال البنوك ظهر عقب الظروف المريرة التي مرّ بها العالم خ لال فترة الكساد العظيم، و التي تبعتها ظروف لا تقل مرارة خلال الحرب العالمية الثانية و ما بعدها.في ظل "التنويع" الذي تقوم عليه فلسفة البنوك الشاملة، يتوقع حدوث انخفاض في المخاطر التي يتعرض لها البنك، دون أن يترك ذلك أثرا سلبيا على العوائد المحققة.فالدورات التجارية لا تصيب كافة القطاعات خلال نفس الفترة، و من ثم فإنّ نقص الودائع الواردة من قطاع معيّن يقابلها زيادة الودائع من قطاع آخر، كما أنّ انخفاض معدل الطلب على التسهيلات الائتمانية من قبل بعض القطاعات يقابلها زيادة الطلب من قبل قطاعات أخرى و هكذا.

في السنوات الأخيرة اتسع مفهوم "التنويع" ليشمل مجالات جديدة نذكر منها[2]:

– تنويع مصادر التمويل بحيث ينمّي البنك موارده المالية عن طريق الاستعانة بمصادر غير تقليدية مثل إصدار "شهادات الإيداع القابلة للتداول" و الاقتراض طويل الأجل من المؤسسات المالية كشركات التأمين، و من خلال إصدار سندات، و أيضا من خلال التعامل في الأدوات المالية المشتقة.

– تنويع مجالات الاستثمار عن طريق تنويع محفظة القروض بحيث تشمل تقديم قروض متوسطة و طويلة الأجل و أيضا قروض قصيرة الأجل، بالإضافة إلى الدخول في مجالات جديدة للاستثمار مثل:

* تمويل خطط مشاركة العاملين في ملكية المنشآت كما هو الحال عند إتمام عمليات الخصخصة.
* شراء جزء من أسهم ملكية المنشآت إما نقدا أو بتحويل جزء من القروض إلى حصة في رأس المال.
* ممارسة أنشطة أخرى غير مصرفية، كالإيجار التمويلي، و الاتجار في العملة الأجنبية.

[1] عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 52.

[2] أحمدصلاحعطية،محاسبةالاستثماروالتمويلفيالبنوكالتجارية،الدارالجامعية،مصر، 2003 -2004،صص23- 24.

المبحث الثاني: التكامل في وظائف الجهاز المصرفي و سوق المال

يعتبر سوق الأوراق المالية و سوق النقد أحد مصادر تمويل النشاط الاقتصادي، فتنشيط البورصة محل اهتمام البنوك و البنك المركزي بصفة خاصة، حيث يعمل الجهاز المصرفي على دعم هذا النشاط و تثبيت استقرار سوق المال، و تعمل البنوك على تنشيط سوق الأوراق المالية في عدّة محاور باعتبارها أحد أهم المؤسسات المالية العاملة في سوق الأوراق المالية، كما تعد أيضا من أهم الشركات المساهمة من حيث قدرتها على إدارة الاكتتاب و تنظيمه داخل السوق المالي من أجل تفعيله و تنشيطه و هذا ما يسلّط عليه الضوء من خلال هذا المبحث لإبراز أهمية دور البنوك في تنشيط السّوق المالي.

المطلب الأول: البنوك المركزية و تنشيط الأسواق المالية:

يلعب البنك المركزي دورا هاما في تنشيط سوق المال بالتنسيق مع الهيئة العامة للسّوق، حيث يتم ضبط السياسة النقدية للوصول إلى أسعار الفائدة و أسعار الخصم التي تتلاءم مع اعتبارات تنشيط الأسواق المالية عندما لا تكون تلك الأسعار متعارضة مع العائد على الأوراق المالية المتداولة بصرفالنظر عن قيمتها السوقية، فالبنك المركزي يسعى إلى توفير ضمان ثابت لاستقرار الأصول المالية من خلال توفير استقرار الأسعار و عليه يمكن للبنك المركزي من رفع كفاءة و استقرار الأسواق المالية، و لتحقيق ذلك سوف نتطرق إلى دور البنك المركزي من خلال أدوات تؤثر على السّوق المالي، لننتقل بعدها لإيضاح أهمية البنك المركزي في تنشيط السّوق المالي.

الفرع الأول: دور البنك المركزي في تنشيط الأسواق المالية

البنك المركزي له دور مهم في إدارة جهاز الأسواق المالية و هذا من خلال امتلاكه لأدوات تؤثر إيجابا في نشاط هذه الأسواق نذكر منها:

1 -**الأداة الأولى:** عمليات السوق المفتوحة حيث يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع أذونات الخزينة أو سندات الحكومة التي قام بإصدارها أو خاصة باسمه.أو المضمونة من الحكومة و الأوراق المالية بصفة عامة قصيرة أو طويلة الأجل، سواء مباشرة و أغلب الأحيان من خلال دخوله في سوق الأسواق المالية، و ذلك

بالتعامل مع البنوك، الأفراد و مع الشركات. [1] أما الأهداف المنتظر تحقيقها من جراء استخدام هذه الأداة فتحدد في ثلاثة أبعاد أساسية و هي[2]:

– التأثير على حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقص مما يؤثر على كل من حجم الائتمان و حجم المعروض النقدي و الطلب على الاستثمار بالشكل الذي يتمشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة.

– محاولة إيجاد علاقة مستقرة بين سعر الفائدة في كل من السّوق النقدي و سوق رأس المال بحيث يتم تحركهما بطريقة متناسقة سواء بالارتفاع أو الانخفاض، للتأثير على تكلفة منح الائتمان المصرفي و بالتالي على حجم الاستثمار في الدولة.

– محاولة التغلّب على أيّة تقلبات موسمية أو عرضية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي الناتجة عن عوامل السّوق.

2 –**الأداة الثانية:** هي رفع أو خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي على نسبة الودائع، لا يدفع البنك المركزي عليها فوائد، و تعتبر نسبة الاحتياطي الإلزامي أداة ذات تأثير قوي على مقدار عرض النقد و حجم الائتمان الصيرفي و ذلك من خلال تأثيرها على حجم الاحتياطات النقدية الفائضة لدى الجهاز المصرفي و كذلك على حجم مضاعف الائتمان، فإذا زادت هذه النسبة تؤدي إلى تقليص قدرة البنوك على الائتمان المصرفي للمستثمرين في البورصة.[3]

3 –**الأداة الثالثة:** و تتمثل في سعر الخصم و الإقراض الذي يقدمه البنك المركزي للبنوك المنفذة، و تعتبر هذه الأداة من أهم الأسلحة التي يلجأ إليها البنك المركزي للتأثير على حجم الائتمان المصرفي و الحجم النقدي، و سعر الخصم هو السعر الذي يخصم به البنك المركزي في الأوراق التجارية التي تقدم إليه من البنوك التجارية أو الذي يعيد به خصم أوراق سبق أن خصمتها هذه البنوك لعملائها من المستثمرين، و تتحدد العلاقة بين هذا السعر و قدرة البنوك المركزية على التحكم في حجم المعروض النقدي.[4]

4 –**الأداة الرابعة:** تدوير الودائع الحكومية الذي يؤثر بدوره على قدرة البنوك على منح الائتمان.

---

[1] باسل صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية و إمكانية تطبيقها في سوريا، مذكرة ماجيستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا، 2006، ص 88.

[2] حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، السعودية، 2006، صص15-17.

[3] باسل صقر، مرجع سابق، ص 88.

[4] حسين كامل فهمي، مرجع سابق، ص 17.

5 -**الأداة الخامسة:** و هي عبارة عن عمليات المبادلة التي يقوم بها المصرف المركزي بين العملات، حيث يقوم بعمليات شراء و بيع العملات الأجنبية في نفس الوقت.[1]

6 -**الأداة السادسة:** على البنك المركزي توفير المعلومات اللاّزمة جنبا إلى جنب مع الدوائر المختلفة للحكومة، و إلى جانب المعلومات فإنّ توفير المساعدة الفنية و تدريب الكوادر مع تقديم المشورة يعدّان مجالان حيويان لخدمة تفعيل و تنشيط الأسواق المالية.[2]

الفرع الثاني: أهمية البنك المركزي في تنشيط الأسواق المالية

بالنسبة للبنك المركزي فإن الأسواق المالية ليست المكان الوحيد الذي يقوم من خلاله بإرشاد و توجيه العمليات المتعلقة بالأسواق في حد ذاتها مع تنفيذ السياسة النقدية التي سطرها، و لكن هو أيضا المكان الذي يعكس مدى أهمية تواجد البنك المركزي داخل الأسواق المالية من خلال ما يلي[3]:

1-المحافظة و تحسين أداء الأسواق المالية: فبخصوص العديد من الجوانب العملية المتعلقة بالأعمال المالية للبنك المركزي بواسطة السياسة النقدية، فإنه يقود عمليات من خلال تأثيره على الأسعار في الأسواق المالية الذي يخلف آثارا من شأنها تولد اتساعا عبر هذه الأسواق، عن طريق التحكم بها و لهذا السبب فإن المحافظة و تحسين مهام الأسواق المالية تعتبر أكثر أهمية و هوس للبنك المركزي.

2-السياسة النقدية غير المباشرة و الأسواق المالية: إن آلية العمل الأساسية للسياسة النقدية المسطرة من قبل البنك المركزي و تأثيرها على أداء و فعالية الأسواق المالية زادت من أهمية تواجد البنك المركزي داخل الأسواق المالية و حولها لأن تعامله يعرف بالمرونة و التكيّف حسب الظروف المحيطة بالأسواق المالية، و أن تعامله هذا قد يتغيّر يعني أن السياسة النقدية غير المباشرة لها تأثير عالي المستوى لضمان استقرار الأسواق المالية و دعم العمليات الاقتصادية الخاصة بالتنمية ، و في الوقت نفسه فإنّه يعطي إصدارات جديدة من خلال تحليل أوضاع و أسعار هذه الأسواق المالية حتى تكون جاذبة للمستثمرين و يزيد نشاط الأسواق المالية، هذه الإصدارات تم تشكيلها عن طريق اندماج حركات و توقعات العديد من الهيئات الاقتصادية. فهذا التفاعل ناتج عن آثار سياسات البنك المركزي.

---

[1] باسل صقر، مرجع سابق، ص 89.

[2] محمد نجاة الله صديقي، رفيق يونس المصري، بحوث في النظام المصرفي الإسلامي، جامعة الملك فهد عبد العزيز، المملكة العربية السعودية،2003، ص 133.

[3] Haruhiko Kuroda, Theory On Financial Market And Central Bank,Speech At The 2017 Spring AnnualMeeting Of The Japan Society Of Monetary Economics, May 27th, 2017,p1.

3-بالإضافة إلى التطور في الأسواق المالية : من شأنه أن ينعكس أيضا على آراء المتعاملين و استثماراتهم على حد سواء، و كذلك على عمليات اتفاقهم فهذا التقلب الكبير في الاقتصاد الحقيقي الذي يعتبر مهما في سياسة الاقتصاد الكلي يساعد صنّاع الأسواق المالية من التمكن على الفهم المناسب للتفاعل الحاصل بين الأسواق المالية و الاقتصاد الحقيقي من خلال مهام البنك المركزي و أدواته.[1]

4-زيادة ذكاء الأسواق المالية: و تعني أن البنك المركزي يتبع تحليلا للمعلومات الناتجة داخل الأسواق المالية و التي تعد القاعدة الأساسية لإعداد سياسات و عمليات الأسواق المالية، مثل جمع المعلومات و تحليلها في السوق المالي المتطور دليل على ذكائها،و إمكانية التزويد المعرفي بجوهر الأسواق المالية من خلال الحصول على وجهات نظر للعديد من المشاركين فيها باعتباره جزء من مجهوداتهم. إنّ هيئات البنوك في اتصال واسع النطاق مع المتفاعلين في السوق المالي و على مختلف المستويات، كما أنّها تقوم بإرشاد و توجيه الفحص الدقيق الذي يستهدف هؤلاء المتعاملين داخل السوق النقدي و السوق المالي.[2]

المطلب الثاني: دور البنوك التجارية في الأسواق المالية و أهميتها

تؤدي البنوك التجارية دورا أساسيا في تفعيل و تنشيط الأسواق المالية فهي تشكل العمود الفقري لنظم الدّفع كما تبرز الدور الفعّال في حشد المدخرات و توفير التسهيلات الائتمانية، لذلك بدأت البنوك في الآونة الأخيرة بتوفير خدمات استثمارية و تسهيلات ائتمانية تتجاوز أنشطتها التقليدية التي من خلالها تعمل البنوك التجارية على تنشيط التداول في الأسواق المالية .

الفرع الأول: دور البنوك التجارية في تنشيط الأسواق المالية

لقد لعبت البنوك التجارية دورا أساسيا في تمويل المؤسسات و الاقتصاد عن طريق منح القروض حتى اعتبرت آنذاك أساس قيام اقتصادالسوق، لكن بسبب ضغوط التكاليف المرتفعة المصاحبة للعولمة، اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية، و بذلك قلّ نصيب البنوك في حجم التمويل، فقامت البنوك التجارية بالبحث عن دور آخر و هو التدخل في الأسواق المالية و قد برعت في تنشيطها حيثتمثل هذا التنشيط فيما يلي[3]:

[1] W. Lee Hoskins,The Role Of The Central Bank In Financial Market, Journal Of Asian Economics,Vol2,IssueN1, 1991,pp9,11.

[2] Haruhiko Kuroda, Theory On Financial Market And Central Bank,op.cit,p2.

[3] باسل صقر، مرجع سابق، ص 91.

1 -**دور البنوك كوسيط مالي:** يتضمن القيام بعدد واسع من الخدمات أهمها إنشاء أو المساهمة في إنشاء الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، و تغطية الاكتتاب في الشركات المساهمة، و بيع الأسهم العادية للشركات القابضة الممثلة لحصتها في رأسمال ما يتبعها من شركات، و تقديم قروض للعملاء لتمويل عمليات الاكتتاب في الأسهم سواء في عملية الإصدار الأولى أو في الإصدار الثاني .

– إدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء و للبنوك من حيث الاحتفاظ بالأوراق المالية و تحصيل الكوبونات، و توزيع الأسهم و بيع و شراء الأوراق المالية لصالح العميل أو لصالح البنك في حد ذاته كمستثمرين ماليين، فإدارة محافظ الأوراق المالية تعتبر أحد الوسائل المهمة في تنشيط سوق رأس المال، فامتلاك البنوك لهذه المحافظ و تدويرها في السوق من وقت لآخر يحقق مصلحة البنوك و البورصة في آن واحد.

– الإقراض بضمان الأوراق المالية على أساس قيمتها السوقية و التوسع في تقديم هذه الخدمة، و تقديم خدمات الاستشارات المالية و الاقتصادية بما يسهم في نشر الوعي المالي للجمهور، مما يدفعهم إلى حيازة الأسهم و السندات ووثائق الاستثمار، و إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية بمدلولها الشامل و الترويج للمشروعات محل هذه الدراسات و إنشاء صناديق الاستثمار.

– بالإضافة إلى التعامل في الأوراق المالية فقد توسع نشاط البنوك كوسطاء ماليين ليشمل مجالات البحوث و التحليل، و تقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة، و عليه فقد قاموا بإنشاء مراكز البحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم.[1]

2 -**دور البنوك كمستثمر:** و يتمثل دورها الاستثماري من خلال قيام البنوك ببيع و شراء الأوراق المالية التي تتضمنها محافظها المالية.

فهي تقوم بمهام الصيرفة الاستثمارية و التي تتضمن ثلاث وظائف و هي[2]:

أ– الإسناد: و هي وظيفة تحمّل المصارف مخاطر شراء الأوراق المالية و لاسيما الأسهم حديثة الإصدار و هنا تؤمّن المصارف للشركات فرصة الحصول على الأموال اللاّزمة فورا مع تحمّلها مخاطر التسويق بدلا عنها.

[1] آدم هارون آدم حامد، دور البنوك التجارية فيسوق الخرطوم للأوراق المالية، دراسة حالة المصارف التجارية في السودان 2011-2016، مذكرة ماجيستير، كلية الدراسات العليا قسم الدراسات الاقتصادية، جامعة النيلين، السودان، 2018، ص 104.

[2] فتيحةمزهر عبدالرضا،دور المصارفالتجاريةفيتنشيطالسوقالمالية،مجلةتكريتللعلومالإداريةوالاقتصادية،المجلد 9،العدد 29،العراق، 2013،ص 199.

ب- التوزيع: تقوم المصارف بتسويق الأوراق المالية لصالح الشركات المصدرة من غير تحملها مخاطر حيازتها لحسابها، و هنا تؤدي المصارف هذا الفعل بحكم الخبرة و ما لديها من خبراء و اتصالات مع الشركات المالية الوسيطة، مما يقلل من تكاليف و صعوبات استيعاب الإصدارات في السوق.

ج- تقديم المشورة في إصدار سوق جديدة: تقدم المصارف المشورة في نوعية و تشكيلة الأوراق المالية المرغوبة من حيث مردودها و مخاطرها ووضع الشركات المصدرة لها، و ذلك بفضل ما لديها من معلومات حديثة عن تطوّرات الطلب و العرض للأموال في السّوق المالية.

الفرع الثاني: أهمية البنوك التجارية في تنشيط الأسواق المالية

تأتي أهمية البنوك التجارية من دورها و تواجدها الفعّال في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال مايلي[1]:

– قيام البنوك بإنشاء العديد من المؤسسات العاملة في سوق الأوراق المالية (كشركات الوساطة، و شركات إدارة صناديق الاستثمار، صناديق الاستثمار).

– توفير السيولة اللاّزمة لحملة الأسهم في السّوق وقت حاجاتهم لها، بشرط أن تكون الحاجة للسيولة مؤقتة و بضمان الأسهم لحاملها ممن يريد السيولة، و تبقى البنوك تراقب حركة تعاملات الأسهم في السّوق لكي لا تأتي هذه السيولة في موضع استخدامها للمضاربات و تأجيج الأسعار، و هذا يعني بقاء البنوك بعيدة عن تمويل شراء الأسهم لمن لا يملك مدخرات يرغب توظيفها في السوق، فالبنوك لا تشجع ذلك.

بالإضافة إلى:

– قيام البنك بعمليات الترويج لأسهم و سندات الشركات أو المشروعات الاقتصادية، و حث الجمهور للاكتتاب برؤوس أموالها و يتوقف نجاح هذه العملية على ثقة الجمهور بالبنك التجاري و مدى قوّته في المجتمع التي تنعكس مباشرة على السوق المالي المتواجد فيه.[2]

– تعد القوى الاحتكارية التي تتمتع بها البنوك التجارية في السوق المالية بالمقارنة مع المؤسسات المالية الأخرى النوعية –كصناديق الاستثمار أو شركات التأمين– أهم العوامل المشيرة لأهمية البنوك التجارية داخل

[1] باسلصوق، مرجعسابق، ص 91.

[2] أمل شاكر كنكون الشيباوي، دور المصارف التجارية الخاصة في تفعيل نشاط سوق العراق للأوراق المالية (2004-2013)، مذكرة ماجيستير، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2016، ص 31.

الأسواق المالية باعتبار قدرتها على خلق الائتمان التي ترفع القدرة التنافسية التي بدورها تزيد من وتيرة و حركية نشاط الأسواق المالية من خلال تدوير و تداول الأدوات الاستثمارية داخلها.[1]

المطلب الثالث: دور البنوك الإسلامية في الأسواق المالية و أهميتها

إنّ البنوك الإسلامية تلعب دورا مزدوجا في الأسواق المالية جانب توليها عملية تمويل الاقتصاد بتقديم مختلف الخدمات المصرفية لعملائها بما يتوافق مع حاجاتهم بما يتوافق مع مبادئها القائمة على الشريعة الإسلامية، فإنّها في نفس الوقت تشكل وقودا هامّا يغذي أسواق الأوراق المالية خاصة في الاقتصاديات الناشئة حيث تتميّز بكبر رؤوس الأموال مقارنة مع باقي المؤسسات، و هذا ما سيتضح من خلال مناقشته في هذا المطلب بالتطرّق إلى دور هذه البنوك في تفعيل الأسواق المالية و مدى أهميتها النّاتجة عن نجاعة أدواتها التمويلية.

الفرع الأول: دور البنوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية:

يجد الكثير من المستثمرين ملاذا آمنا في أسهم البنوك الإسلامية المدرجة في الأسواق المالية لتوظيف أموالهم في منتجات متوافقة مع الشريعة الإسلامية و التي تتداول جنبا إلى جنب مع أسهم البنوك التقليدية الأمر الذي يحدّد دور البنوك الإسلامية في تفعيل هذه الأسواق من خلال ما يلي[2]:

– الهندسة المالية الإسلامية المطبقة من قبل البنوك الإسلامية أنتجت الصكوك الإسلامية للمصالح الكبيرة التي تقدمها، فهي أداة مهمة لتنشيط الأسواق المالية،

– فالصكوك تسد الحاجات التمويلية لبناء المشاريع بكافة أنواعها و تستوعب فائض الأموال، و تفتح للناس مجالات استثمارية واسعة لتوظيفها في مشاريع تنموية.

– تنشيط السوق المالية من خلال الدور المتميّز الذي تلعبه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنويع التي تتسم بها هذه الصناديق و ما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة و المعرفة

[1] حسين كامل فهمي، مرجع سابق، ص 23.

[2] أحمد رشاد مرداسي، حسين بن الطاهر، أثر تطبيقات منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، جامعة الوادي، 2017، ص 273.

بأسواق المال، و كذا المستثمرين محدودي الموارد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو وثائق صناديق الاستثمار الإسلامية التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة البيع في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في السوق.

– أثر التوريق المصرفي الإسلامي على الأسواق المالية: عملية التوريق المصرفي الإسلامي من الحلول العملية لتفعيل الأسواق المالية و أداة احترازية كذلك و يمكن الاستفادة من هذه الأداة التمويلية و المستحدثة في تطوير الأسواق المالية و حمايتها من الأزمات المالية .

بالإضافة إلى[1]:

– يمكن للمصارف الإسلامية أن تؤدي دورا هاما في التعرف على الفرص الاستثمارية، و التحقق من جدواها و الترويج لها بين رجال الأعمال و المستثمرين، ومباشرة تأسيس المشروعات و إدارتها، و ذلك لغرض طرح أسهمها في السوق المالية من أجل توسيعها و زيادة حجمها.

– القيام بعمليات الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية، سواء كان الإصدار خاص بها أو أنها تقوم بذلك بصفتها وكيلا عن الجهة المصدرة لها.

– القيام بحفظ الأوراق المالية الإسلامية و إيداعها ورهنها للاستفادة من القروض الحسنة، و أيضا تقوم بتحصيل أرباح الأوراق المالية الإسلامية نيابة عن عملائها و وكالة عنهم، كما تقوم بدفع قيمة الأرباح المقررة عن تلك الأوراق نيابة عن الشركات المصدرة لها.

– تكوين إدارة محفظة الأوراق المالية الإسلامية سواء لصالحها أو لصالح الغير و تشتمل على تلك الأوراق التي يتوافق إصدارها مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما ينبغي أن تكون متنوعة من حيث النوع وجهة الإصدار، و تتفاوت من حيث العائد و السيولة و تواريخ الاستحقاق و إمكانية التسويق.

[1] شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 2013- 2014، ص 43.

الفرع الثاني: أهمية البنوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية:

لقد قطعت البنوك الإسلامية شوطا كبيرا من الزمن منذ تأسيسها، و استطاعت خلاله تحقيق الكثير من الإنجازات الاقتصادية و المالية، كما استطاعت أن ترسخ مكانة قوية لها كدعامة قائمة بذاتها داخل الأسواق المالية بسبب أهميتها الكبيرة و التي ستلخص فيما يلي[1]:

– رفع كفاءة الدورة المالية الإنتاجية و معدل دوراتها، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى.

– تسهيل تدفق التمويل، و بشروط و أسعار أفضل و فترات سداد أطول مع تقليل مخاطر ائتمان الأصول.

– الصكوك باعتبارها من أهم البنوك الإسلامية و أكثرها رواجا في الأسواق المالية، فهي تساعد على الشفافية، و تحسين بنية المعلومات، خاصة في الأسواق الناشئة، لأنها تتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق، حتى تدفع بعجلة التفعيل و التنشيط للسوق من خلال زيادة تداول الأدوات المالية.

كما تتمثل أهميتها في[2] :

-يجاد و دعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو تساند اسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظرا لحداثة هذا النشاط في سوق رأس المال أي تداول منتجات إسلامية تختلف في مضمونها عن الأدوات التمويلية التقليدية.

– إذا حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها هذه البنوك فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة عالية من الاستثمارات، و بالتالي ستكون المرابحات جزءا من مجموع أصول يمتلكها البنك و بالتالي تكون أسهم هذه البنوك التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق المالية الثانوية، مما يستحق إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة سوق رأس المال.

[1] تجانيمحمدالعيد، عبدالغنيدادان، واقعوأهميةالصكوكالماليةالإسلاميةبالأسواقالماليةالدولية (دراسةحالةالسوقالماليالماليزي)،مجلةالدراساتالاقتصاديةوالمالية،المجلد 3،العدد 8،جامعةالوادي،2015، ص 43.

[2] سليم قط، مسعودة نصبه، الصكوك المالية الاسلامية بين أهمية تفعيل أسواق رأس المال الاسلامية و مخاطر تداولها، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية و ادارة الاعمال، العدد07، جامعة بسكرة، ديسمبر 2008، ص ص 135 – 136.

المبحث الثالث: البنوك و سياسات الاستثمار في الأوراق المالية

تقوم البنوك بنشاطين أساسيين هما النشاط الائتماني والآخر نشاطالاستثمار المالي، فالنشاط الائتماني ينحصر في عمليات الإقراض و الاقتراض، أما نشاط الاستثمار المالي فيتضح من خلال تكوين محفظة أوراق مالية، و يعتمد قرار الاستثمار في محفظة الأوراق المالية للبنوك على عدد من الخطوات بهدف تكوين محفظة مثلى تقومعلى أسس التنويع لتخفيض مخاطرها و ذات أداء مقبول.

المطلب الأول: محافظ الأوراق المالية في البنوك

تستخدم موارد البنك إمّا في الإقراض أو الاستثمار، و ما يعنينا هو الاستثمار في محفظة الأوراق المالية و نجد هذا النوع يمثل أهمية كبيرة سواء للبنك نفسه أو لمساهميه، و عملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة.

الفرع الأول:تعريف الاستثمار

يمكن تعريف الاستثمار بأنّه:" التخلي عن أموال يمتلكها الفرد أو المؤسسة في لحظة زمنية معينة، و لفترة من الزمن، بقصد الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوّضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، و كذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم و ذلك مع توفّر عائد معقول مقابل تحمّل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات.[1]

الفرع الثاني:تعريف محفظة الأوراق المالية

وردت عدة تعاريف للمحفظة المالية نذكر منها:

المحافظ المالية هي تشكيلة من الأوراق المالية المتنوعة يتم اختيارها بعناية و دقة فائقتين لتحقيق الغاية من تشكيلها(تحقيق العائد المناسب – توفير السيولة اللاّزمة– ضمانة الاستمرار).

[1] مُحَّد مطر، إدارةالاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان،الأردن،1999، ص 48.

أيضا يمكن تعريف المحفظة المالية بأنّها: " الأسهم و السندات التي يمكن الحصول عليها بغرض تحقيق عائد دوري أو رأسمالي أو الاثنين معا سواء كانت هذه الأوراق من نوع واحد أو من أنواع متعددة بحيث يتحقق أكبر عائد ممكن و أقل خطر ممكن.

أيضا المحفظة المالية هي عبارة عن تشكيلة من الأوراق المالية التي يمتلكها المستثمر.

و يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية بأنها سلّة من الأوراق المالية قد يديرها المستثمر بنفسه، أو ينوب عنه شخص أو شركة للقيام بهذه المهمة.[1]

و منه يمكن أن نعطي تعريف شامل للمحفظة المالية بأنها تشكيلة متكونة من مجموعة متنوعة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية بحيث تحقق أكبر عائد ممكن و أقل خطر ممكن.

الفرع الثالث: مكونات محفظة الأوراق المالية

تتكوّن الأصول المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية بالبنك التجاري و تختلف في آجالها بغرض تحقيق هدف مزدوج هي تكوين خط دفاعي وقائي لاحتياطات السيولة النقدية بجانب تحقيق عائد مناسب لعملية الاستثمار و يمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية[2]:

1- الأوراق المالية الحكومية:

هي تلك الصكوك التي تصدر من قبل الدولة نفسها، و من أبرز أشكالها أذونات الخزانة و السندات الحكومية.

أ- أذونات الخزانة : هي صكوك تصدر في شكل أذون قصيرة الأجل تصرف لحاملها عند حلولأج ل استحقاقها، و ذلك بغرض تغطيةالإنفاق الحكومي الذي تعجز عن تمويله الموارد السياسية و الإيرادات العامة.

[1] دعاء عماد مشهور، المالك المسجل و المالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المركز القوميبمصر،2016، ص ص 83- 84.

[2] أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص ص 217-219.

و تعد أذونات الخزانة من بين الاستثمارات ضئيلة المخاطر، إذ لم تكن عديمة المخاطر، حيث تكون مضمونة تماما من الدولة بجانب إمكان إعادة خصمها لدى البنك المركزي عند الضرورة، و ذلك دون قيد و لا شرط و يعد ذلك مبرّرا منطقيا لانخفاض معدل العائد منها بصورة ملحوظة.

ب- السندات الحكومية : هي السندات التي تصدرها الدولة، و تطرحها للاكتتاب بغرض تمويل بعض الأغراض الخاصة كالمشروعات الإنتاجية أوالإنمائية، يتراوح أجل هذه السندات بين خمس إلى عشر سنوات، إلا أنّه عادة ما يتم استهلاكها تدريجيا بحيث يتم سداد عدد منها في كل عام بطريق الاقتراع.

و تعد هذه الصكوك من بين الاستثمارات المضمونة التي ينخفض حجم مخاطرها بالمقارنة بغيرها من الأوراق المالية الأخرى، بالإضافة إلى إمكان بيعها في البورصة أو البنك المركزي، كما أنّ عائدها يعد أعلى من مثيله في أذونات الخزانة.

2- الأوراق المالية المضمونة من الحكومة:

هيأوراق مالية تصدرها وحدات قطاع الأعمال العام، ويتم ضمانها من قبل الدولة من حيث سداد قيمتها و فوائدها في حالة السندات، أو من حيث ضمان حد أدنى من الأرباح في حالة الأسهم.

3- الأوراق المالية غير الحكومية:

و تشمل الأسهم و السندات الصادرة عن كافّة منظمات الأعمال غير الحكومية، و بطبيعة الحال تزداد المخاطر المحيطة بهذه الأوراق و إن كان ذلك يعني في أغلب الأحوال زيادة معدلات العائد من ورائها.

4- الاستثمارات المباشرة:

و يقصد بها قيام البنك بالمساهمة في تكوين المشروعات الجديدة عند تداول أوراق المشروع لأول مرة بل قد يصل الأمر إلى حد إسهام البنك في الدراسات الأولية الخاصة بالمشروع، و يقوم بالترويج لفكرته. عادة ما تكون المساهمة في شكل شراء حصة من أسهم المشروع، يطلق عليها أسهم السيطرة و هي تعكس ظاهرة البنوك القابضة للشركات التي بدأتها عالميا البنوك الألمانية.

الفرع الرابع :آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة البنك و احتياجاته لا بد من التحديد المسبق للقيود و الضوابط المفروضة على تكوينها.

1– قيود تكوين محفظة الأوراق المالية: تتمثل في:

أ– قيود زمنية: و نعني بها تحديد المدى الزمني الّذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أو متوسط).

ب– قيود مالية أو رأسمالية: أي إمكانية المستثمر المالية و حجم و نوع الأموال التي تكون بحوزته و المخصصة لشراء و حيازة الأوراق المالية بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من إشهار الفرص الجديدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

ج– قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة: و ذلك بشكل مفاجئأو في أجل قصير، الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، و في هذه الحالة لا بدّ عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

د– قيود ضريبية و إلزامية: و هذا مرتبط بالقوانين و التشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معيّن من الشركات أو لمناطق جغرافية معيّنة، أو لأنشطة معينة، إذ لابد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجأ بغيرها.

هـ–قيود و محددات المخاطر: إن درجة تقلب المخاطر تتنوع و تختلف من استثمار لآخر، و من ورقة مالية لأخرى، و من درجة خطر معين لآخر، لذا لابد على المستثمر ان يكون على علم بهذه المخاطر و مدى تأثيرها على العائد.

2- ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية:

بجوار قيود و محددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية[1]:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الإقراض.

- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضةبعد أن يحدّد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية و التي يكون العائد بها مرتفعا و كل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب على المستثمر بين الفترة و الأخرى أن يجري تغييرات في مكوّنات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكوّنات المحفظة المالية مسألة لا مفرّ منها.

- تحقيق مستوى ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأتركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى و إن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا

3- مقومات نجاح محافظ الأوراق المالية:

يحكم تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية عدة مقوّمات هامة من أهمها التنويع، الجودة و العائد المحقق. و هذه المبادئ تعتبر مؤشرات ينبغي على الراغبين في تكوين أي محفظة أن يضعوها في الحسبان.

أ- التنويع: يتحقق هذا المبدأ بتجميع عدة صكوك ذات خصائص مختلفة في محفظة الأوراق المالية و عدم الاقتصار على نوع معين منها، أخذا بالمقولة السائدة "لا تضع البيض جميعه في سلة واحدة" فدرجة المخاطرة في محفظة الأوراق المالية المكونة من صكوك متنوعة أقل من المحفظة المكوّنة من نوع واحد أو عدد قليل من الصكوك، ذلك لأن الخسارة التي قد تلحق بنوع معين من الصكوك تغطيها أرباح الصكوك الأخرى.

[1] بوزيدسارة،إدارةمحفظةالأوراق المالية علىمستوىالبنكالتجاري،مذكرةلنيلشهادةالماجيستير فيعلومالتسيير، تخصصإدارةمالية،كليةالعلومالاقتصاديةوالتجاريةوعلومالتسيير، جامعةقسنطينة، 2007-2006،صص13- 14.

و ينبغي أن تكون المحفظة خليط متنوع من الأوراق المالية مختلفة العائد بين ثابت و متغير، مع ضرورة مراعاة الحيطة و الحذر من جانب المديرين و الأمناء للمتغيرات الاقتصادية و ظروف السوق المالية للتخلص أولا بأول من الصكوك التي تنخفض قيمتها أو عائدها إذا ما قورنت بغيرها.

ب- الجودة: تعتبر الجودة من أهم المقومات التي تأخذها البنوك و غيرها من الجهات في الاعتبار عند تكوين محفظة الأوراق المالية، و تعني جودة الورقةالمالية قابليتها للتداول في السوق دون تعرضها لمخاطر كبيرة ، أي أنّه كلما كانت درجة المخاطرة قليلة بالنسبة لبيع و شراء الورقة التجارية دون تعرضها لخسارة كلما كانت جودتها أفضل.

و في الحقيقة أنه ليس من السهل من الناحية العملية تحديد مقياس جودة أي ورقة مالية على وجه الدّقة، ولكن يمكن الأخذ في الاعتبار آراء الخبراء و الموظفين المختصين فيما تحتاجه المحفظة من أوراق ، وكلما توافرت الجودة في الورقة المالية كلما كانت قابلية السوق لها أوفر و كان رواجها أكثر.

ج- العائد المحقق: لا شك أنّه كلما ارتفع العائد او الأرباح التي تحققها محفظة الأوراق المالية عن طريق ارتفاع أسعار بيع الصكوك عن أسعار شرائها، و اختيار التوقيت المناسب للبيع و الشراء و استبدال بعض الصكوك بأخرى، نقول أنّه كلما ارتفع العائد كلما كان ذلك دليلا على كفاءة الإدارة و حسن اختيارها

للصكوك الجيّدة المكوّنة لمحفظة الأوراق المالية، و حتى يتم ذلك فلابد من إجراء قياس و تقييم فعلي لأداء المحفظة خلال فترة زمنية محددة.[1]

المطلبالثاني: الاعتباراتالتيتحكمبناءمحافظالأوراقالماليةفيالبنوك.

تتكوّنمحفظةالبنكمنمجموعةالقروضومجموعةالأوراقالماليةالتياستثمرالبنكفيهاأمواله،ويمثلعائدتلكالمحفظةالمصدرالرئيسي الذييعتمدعليهالبنكلمواجهةالأعباءالأساسيةمثلسدادالفوائدالمستحقةعلىالودائع،وتنميةالأرباحالمحتجزةلمواجهةالتوس عاتالمستقبلية. وتقتضيالإدارةالجيدةلمحفظةالبنكضرورةتحديدخطواتإدارتهاوكذااستراتيجياتإدارةمحفظةالأوراقالمالية.

الفرعالأول: السياساتالتيتحكمإدارةمحفظةالأوراقالمالية

[1] سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسةشباب الجامعة، الإسكندرية، مصر2000، ص ص 101-107.

إنهدفإدارةالمحفظةهوتحقيقأقصىعائدعلىالاستثمارفيهامعتخفيضالمخاطرالتيتتعرضلهاوفيمقدمتهامخاطرالعسرالماليومخاطرا لإفلاسومخاطرضعفالعلاقةمعكبارالعملاءوللمساهمةفيتحقيقهذاالهدفينبغيوضعالسياساتالملائمةالتيتحكمإدارةالمحفظة .

1 -أسس تكوين محافظ الأوراق المالية:

تتعلق السياسات في هذا الصدد بأمرين هامين هما: توزيع مخصصات المحفظة، و تنويع مكوّنات المحفظة.

أ- توزيعمخصصاتالمحفظة:

الأصلأنالاستثمارفيالأوراقالماليةهونتيجةلعدمكفايةطلباتالاقتراضالتييتقدمبهاالعملاء،وتلعبالظروفالاقتصاديةدوراحا سمافيتوزيعمخصصاتالمحفظة،ففيحالةالركودالاقتصاديينخفضالطلبعلىالقروض،وكنتيجةلهذاالنقصفيالطلبعلىالقروضيج دالبنكنفسهمضطراإلىتوجيهما تبقىمنمخصصاتمحفظةالبنكإلىالاستثمارفيالأوراقالمالية كذلك قد لا تسمح الظروف بتنمية الموارد من خلال إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل أو أوراق مالية طويلة الأجل، ذلك أنّه في حالة الرواج ترتفع أسعار الفائدة وتنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية، وفي ظل هذه القيود يجد البنك نفسه في مواجهة قرار تصفية محفظة الأوراق المالية لاستخدام حصيلتها في تمويل الطلب المتزايد على القروض.

ب- تنويع مكونات المحفظة: يقصد بالتنويع قرار البنك الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكوّن منها المحفظة، و من شأن التشكيل الجيد تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، هذا و توجد أسس مختلفة للتشكيل أو التنويع.

ج- تنويع جهة الإصدار: يقصد بتنويع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة بل ينبغي تنويع جهة إصدار تلك الأوراق و هناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد هما أسلوب التنويع الساذج و أسلوب ماركويتز في التنويع.

فالتنويع الساذج هو أسلوب التنويع البسيط يقوم على فكرة أساسية هي أنّه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها.

أمّا تنويع ماركويتز على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الاستثمارات المكوّنة للمحفظة عشوائيا، نجد أن أسلوب ماركو يتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، و ذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد المتولدة عنها.[1]

2- السياسات المتبعة في إدارة محفظة الأوراق المالية:

تدار المحافظ بعدة أنواع من السياسات و من أهمها[2]:

أ- السياسة التوازنية: هذه السياسة تسلك طريقا معتدلا في إدارة المحافظ الاستثمارية،و تميل عادة مثل هذه السياسة إلى عدم الدخول في مخاطر استثمارية إلاّ في حدود معقولة و مقبولة، كما أن هذه السياسة تلجأ إلى تنويع أصول المحفظة بشكل يحقق عوائد جيدة مع أقل مخاطر ممكنة.

ب- السياسة الدفاعية: هذه السياسة تميل إلى النأي عن الاستثمار في محافظ ذات مخاطر سواء كانت تلك المخاطر قليلة أو كثيرة، و غالبا ما تمثل أصول هذا النوع من الأصول التي تتبع هذه السياسات أذونات خزينة و سندات حكومية.

ج- السياسةالهجومية: هذه السياسة هي سياسة اقتحام و مواجهة و هي في سبيل تحقيق أكبر قدر من العوائد، لا تمانع بأن تدخل في المزيد من المخاطر، دون أن يمنع ذلك من حساب إمكانية مواجهة مثل هذه المخاطر عند وقوعها.

الفرع الثاني: قواعد إدارة المحافظ المالية.

تخضع سياسات الاستثمار التي يتبعها البنك لعدد من القواعد التي يتعين عدم الخروج عنها، و إلاّ كانت النتائج غير مرضية و من أبرز هذه القواعد مايلي[3]:

1 توفير السيولة النقدية عند الحاجة إليها : فالمعروف أنّ أحد الأهداف الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية هو تكوين خط دفاع وقائي من الاستثمارات قصيرة الأجل و قليلة المخاطر، بحيث يتمكن البنك في

[1]- منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص214-218.
[2]عامر طوقان،الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى،الطبعة الأولى،شركة دار البيرونيللنشر والتوزيع،الأردن، 2018،ص115.
[3]أحمد صلاح عطية،مرجع سابق،ص 221.

أي وقت من مواجهة أي ظروف طارئة تستدعي وجود نقدية سائلة كما في حالة وجود مسحوبات غير عادية على الودائع، أي طلب متزايد على القروض.

2 -الحصول على عائد مناسب من الاستثمارات : فالهدف الأساسي للبنك التجاري كمنشأة أعمال هو تحقيق عائد مناسب يغطي تكاليف الموارد التي يحصل عليها، و كذا تكاليف أداء العمل المصرفي، بالإضافة إلى تحقيق عائد مجز للمساهمين، و لتحقيق هذا الهدف تقع غالبية أصول البنك في نطاق ما يسمى بالأصول الكسبية التي تدر إيرادات له من بينها استثمارات الأوراق المالية.

3 -تدنية المخاطر عند حدها الأدنى: من المعروف أنّ هناك العديد من المخاطر التي تحيط بقرارات الدخول الى استثمارات الأوراق المالية من بينها:

أ-المخاطر المالية: حيث يكون المستثمر عرضة لخسارة جزء أو كل رأسماله في حالة إفلاس الشركة التي يستثمر فيها.

ب-مخاطر السوق: التي قد تتسبب في إلحاق خسائر بالمستثمرين نتيجة حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية و غيرها من الاستثمارات المالية.

ج-مخاطر أسعار الفائدة: إذ تؤثر التقلبات في أسعار الفوائد على القرارات الاستثمارية الخاصة بالبيع و الشراء، كما أنّها تؤثر على نتائج عملية الاستثمار ككل.

د-المخاطر المتعلقة بالقوة الشرائية للعملة: و تتمثل في فقدان العملة قوتهاالشرائية في المستقبل في ظل سيادة الظروف التضخمية.

هـ-مخاطر التسييل: و يقصد بها مخاطر عدم وجود عدد مناسب من البائعين و المشترين للاستثمارات في السوق مما يقف حجر عثرة أمام عملية تحويلها إلى نقدية سائلة.

و-مخاطر اقتصادية و اجتماعية: حيث أصبح العالم بمثابة قرية صغيرة، و بالتالي فإن مايحدث في دولة ما قد يؤثر على اقتصاد دولة أخرى.

الفرع الثالث: خطوات إدارة المحفظة المالية

هناك عدة خطوات لعل أهمّها[1]:

1-التخطيط:

هي تحديد الأهداف مسبقا من خلال رأس المال و من خلال طموح المستثمر أو من خلال مدير المحفظة، حيث أنّ القرار يتخذ و بالدرجة الأولى معتمدا على الهدف المنتظر تحقيقه، و من أهم أهداف إدارة المحافظ هو تحقيق أعلى عائد و بأقل مخاطرة حيث يكون هذا الهدف تحقيق أعلى عائد و مرتبط بالفترات الزمنية القصيرة الأجل و الطويلة الأجل.

1 -التوقيت:

المقصود بالتوقيت، توقيت شراء أصول المحفظة أو بيعها، و التوقيت السليم أساس النجاح في إدارة المحافظ الاستثمارية، يجب أن يعرف المستثمر أنسب الأوقات لشراء و بيع الأسهم، و أنسب الأوقاتلبيع الأسهم هو عندما يكون الطلب على الأسهم مرتفعا و يكون حجم التداول في أعلى نقطة، و تكون الأسعار مرتفعة عندما يفضل بيع الأسهم عند الشراء يكون العكس، حيث يكون حجم التداول متدنيا و الطلب على الأسهم أقلما يكون و تكون الأسعار أقل شيء، ففي هذه الحالة يفضل شراء الأوراق المالية.

3-الحفظ:

هناك بعض الأسهم أو الشركات تمر في حالات استثنائية مؤقتة إذ من المستحسن الانتظار حتى تزول هذه الحالات و لا داعي للاستعجال و بيع هذه الأوراق، فيمكن الانتظار حتى تزول هذه الظروف الطارئة أو الحالات التي أدّت إلى نزول أسعار هذه الشركة و بعدها يمكن البيع.

4 -تحكيم العقل:

على المستثمر الابتعاد عن التقلبات النفسية و العاطفية التي تؤثر عليه و خصوصا عند تغيّرات الأسعار فعليه أن يحكم عقله.

[1] غازيفلاحالمومني،إدارةالمحافظالاستثمارية،الطبعةالأولى،دارالمناهجللنشروالتوزيع،عمان،الأردن، 2013، ص 38.

5 -المراقبة الجيدة:

يجب على المستثمر أو مدير المحفظة الاستثمارية مراقبة تغيّرات السوق من خلال المعلومات التاريخية و الحديثة التي تحدث في الشركات.

الفرع الرابع: استراتيجيات إدارة الاستثمارات المالية بالبنوك التجارية

تسعى استراتيجية الاستثمار في البنك في إدارة الاستثمارات المتاحة للبنك في ظل التغيّرات البيئية المحيطة و بهدف استيفاء القواعد و الأهداف أو المبادئ، و هي توفير السيولة الكافية و العائد المناسب، مع تدنية المخاطر إلى حدها الأدنى، و تتمثل أهم الاستراتيجيات فيمايلي[1]:

1 -استراتيجية اختيار الأوراق المالية:

تقضي هذه الاستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي و الفني و كذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها و مقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة و عن ظروف كل صناعة و الوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم و حجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم و التي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

2 -استراتيجيةإعادة توزيع مخصصات المحفظة:

هي تلك الاستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معيّن لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى.

3 -استراتيجية توقيت السوق:

تقتضي بأنّه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلّل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق و وقت خروجه موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرةالأجل كالودائع المصرفية و أذون الخزانة، و عندما تتحسّن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

[1] عبو هدى، عبور ربيعة،سياساتواستراتيجياتإدارةالمحافظالاستثماريةبالتطبيقعلىمحافظبنكالرياضبالسعودية،مجلةالبحوثالعلومالماليةوالمحاسبات،العدد4،جامعةالمسيلة، أفريل2017،ص 122.

خاتمة الفصل الثاني:

إن الأسواق المالية و البنوك من أهم الآليات لتجميع الموارد المالية و توجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من الرفاهية للأفراد فهي بذلك تلعب دورا هاما في تمويل التنمية الاقتصادية لذا فهي تحظىباهتمام بالغ في جميع الدول لأن النمو المتسارع للأسواق المالية أدّى إلى دفع الجهاز المصرفي إلى ابتكار أدوات تمويلية و أساليب جديدة للتعامل بها مع تسطير سياسات قوية من قبل البنوك المركزية لإحكام سيطرتها و رقابتها على العمليات المالية القائمة على أساس العلاقة الوطيدة بين البنوك و الأسواق المالية فهي علاقة متعدية فيما بينهما إذ تعتبر الأسواق المالية المناخ الاستثماري المناسب لنشاط البنوك و هذه الأخيرة تعتبر في نفس الوقت العامل المنشط و المحفز الذي يضمن حيوية الأسواق المالية و الداعم لها في ظل الحماية التي يوفّرها البنك المركزي باعتباره المراقب.

أما في الفصل الموالي سنتطرق إلى دور البنوك في تنشيط و تحقيق كفاءة السوق المالي الماليزي بواسطة أدوات التمويل الإسلامي.

تمهيد الفصل الثالث:

رسخت ماليزيا نفسها بقوة كمركز للتمويل الإسلامي، مما أدى إلى خطوات واسعة في التفكير للقيادة و تطوير المنتجات و المؤسسات المالية، ويرجع فضل نجاح ماليزيا في المالية الإسلامية إلى دعم الحكومة التي اتخذت خطوات تدريجية في هذا المجال من أجل إنشاء بنية تحتية مناسبة للتمويل الإسلامي ،وازدهار ماليزيا في هذا التخصص جعلها تكتسب نظاما ماليا إسلاميا أكثر شمولا و تكاملا من خلال اعتماد أربعة محاور للنهج الاستراتيجي: تطور الإطار التنظيمي، الإطار القانوني و الشريعة، الأدوات التمويلية وتنمية الأسواق المالية الإسلامية مع تعزيز المعرفة و الخبرة التي سيتم تسليط الضوء عليها في هذا الفصل، فاليوم ماليزيا هي واحدة من أكثر الاختصاصات المالية الإسلامية تطورا في العالم، وأوّلدولة في العالم يكون لديها نظام مالي إسلامي كامل يعمل بالتوازي مع النظام التقليدي.

و قد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي

المبحث الثاني: دور هيئة الاوراق المالية الاسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

المبحث الثالث: البنوك الاسلامية و تطوير أدوات التمويل الإسلامي في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية الماليزي

يعتبرظهورقطاعالتمويلالإسلاميبصورتهالشاملة و المتكاملةأحدالأمورالتيتميّزالاقتصادالماليزي، وتوجدبينأطرافهذاالقطاععلاقةتفاعليةساهمتفيإيجادبيئةمناسبة و شاملةلتحقيقمعدلاتنموعاليةلهذاالقطاع، ويلعبهذاالدورالفاعلفيتجميعالموادالتمويليةاللاّزمةللأنشطةالاقتصاديةفيماليزيا، و يعتبرسوقالأوراقالماليةالماليزيجزءاهاما ومكمّلافيتوسيع وتعميقالسوقالماليالإسلاميفيماليزيا.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي

إنإنشاءسوقرأسالماليهومندونشكمعلمتنميةفيالنشاطالماليالإسلاميبماليزيا، وقدأعدتالمؤسساتالماليةالإسلاميةحزمةعريضةمنالوسائللتسهيلالتسييرالفعّال و التمويل، وهذا ما ستناوله في هذا المطلب.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي

سنوضح بإيجاز نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية بماليزيا.

1 – نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية وتطوّرها:

يرجع تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا إلى سنة 1930، حيث أسّست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة، أوّل جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، أمّا تأسيس سوق الأوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلنا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس سنة 1973 واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك، وليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلاّ من بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا وبورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة سنة 1976[1].و في 14

[1] ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية، تخصص أوراق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والتجارية، جامعة بسكرة، 2014-2015، ص 194.

أفريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم " بورصة ماليزيا برهاد"، المحدودة وتم تسجيلها في 18 مارس 2005 في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد[1].

و عملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الأمام وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد المحلّي، ممّا أدى إلى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي، وقد انتهجت المراحل التالية للوصول إلى ذلك.

أ- المرحلة الأولى من 2001 إلى 2004: عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء ومؤسسات الاستثمار المحليّ.

ب- المرحلة الثانية من 2004 إلى 2006: وتميّزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

و من بين العوامل التي زادت في تطور هذه السوقنمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لاستحداث منتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية، بالإضافة إلى ظهور مؤسسات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها[2].

2 -مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزي:

لقد عرّف السوق من المنظور الإسلامي بأنه السّوق التي تكون جميع عملياتها ونشاطاتها موافقة لأحكام الشريعة ومبادئها، وأن يكون السوق موافقا لأحكام الشريعة الإسلامية يجب أن يتوفر على الشروط التالية:

- خلوّه من الفائدة والرّبا.
- خلوّه من كل نشاط البيع أو الشراء المنطوي على الغرر.
- خلوّه من الميسر ونحوه.
- تحريم إنتاج أو بيع أو توفير أي خدمة محرّمة شرعا[3].

[1] عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية " سوق رأس المال الإسلامي نموذجا"، مجلة الشريعة والاقتصاد، العدد 10،جامعة قسنطينة، 2010، ص 346.

[2] سراسرية جدي، مرجع سابق، ص 194.

[3] بوخاري فاطنة، دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 2 ، العدد 2، جامعةالوادي، ديسمبر 2017، ص61.

كما عرّفته هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه "سوق تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوسط والطويل الأجل، والمنتجات والخدمات المتوفرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية وتكون خالية من كافة الأنشطة المحرّمة، مثل: الربا، المقامرة، بيع الغرر وغيرها[1].

أي أنّه سوق مالي تتوفر فيه فرص تحويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، لضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا ما يعزّز الثقة بين السوق والمستثمرين[2].

و يعرّف بأنه: ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل من طرف الطالبين (أصحاب العجز المالي)، والعارضين عليها (أصحاب الفائض المالي)، وفق قواعد ونظم تحكم عملية التبادل، وتسهر إدارة السوق على تطبيقها.

و لا يقتصر سوق الأوراق المالية الماليزية على السّوق المنظم، بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لاسيما سوق السندات، ويتم في السوق الأوراق المالية الماليزية تداول عدّة أدوات مالية تتمثل في السندات بأنواعها (حكومية، خاصة)، وأسهم شركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبليات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيار وغيرها[3].

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزي

[1] تجاني محمّد العيد، عبد الغني ددان، مرجع سابق، ص 46.

[2] بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلد الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد83، جامعة المسيلة، أفريل 2019، ص60.

[3] عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص345.

تنبع أهمية هذا السّوق من كونه أحد الأدوات الهامة التي تعمل على تحرير المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة، والمشاريع التنموية في ماليزيا، ويتحقق من خلال قيامه بالوظائف التالية[1]:

– يساعد سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة طويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

– تستطيع من خلال هذه السوق المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد تجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.

– يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

بالإضافة إلى[2]:

– سوق رأس المال الماليزي أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي تم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون وصندوق الحجاج، والأفراد، وبين القطاعات التي تعاني من عجز على وجه الخصوص مثل قطاعات الصناعة، الزراعة والسياحة، والخدمات و الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا، أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال والطلب عليه لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم بذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق الماليزي.

– تشجيع تطوير الشركات الخاصة في ماليزيا بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لاستثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطوير الملكية للشركات ذاتها.

[1] مونيةسلطان،مرجعسابق،ص163.
[2] مسعودةنصبه، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي، عمان، الأردن، 2018- 2019، ص 153.

– يساعد السوق عمليات التطوير الاقتصادي الماليزي بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق، لتمويل المشاريع التنموية العامة، واستثمارات الشركات الخاصة، من حيث الحصول على هذه الموارد المالية من القطاعين العام والخاص.

– تجري تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها، وتطور الاقتصاد الماليزي، إلى جانب أنّهيساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.

– تتطلب أسواق رأس المال وجود أسواق ثانوية يتم فيها تداول (أدوات الاستثمار) المختلفة، وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في هذه الأسواق وحتى يتم توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها[1].

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي والجهات الرقابية عليه

سنتناول في هذا المطلب تقسيمات سوق الأوراق المالية الماليزية، ومن جهة أخرى وبما أننا نتكلم عن مؤسسة إسلامية فلابد أن تكون لها هيئة رقابية شرعية ودورها في المحافظة على شرعية أدواتها وتعاملاتها.

الفرع الأول: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي.

يتكون سوق الأوراق المالية الماليزي من ثلاثة أقسام هي:

1 –سوق الملكية:

في الإطار العام لماليزيا، كان سوق الملكية عبارة عن السوق الذي يوفر المعاملات والخدمات المتعلقة بتداول أدوات الملكية مثل الأسهم، وشهادات صناديق الاستثمار، وخدمات السمسرة سواء أكانت تقليدية أم إسلامية، وكل الشؤون المتعلقة بتداول الأسهم يتم تداولها في البورصة الماليزية للأوراق المالية التي أسست في عام 1973 باسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، والتي تخضع في عملياتها لقانون الشركات لعام 1965 وتعديلاته لعام 1986، وقانون صناعة الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1986، وقانون صناعة

[1] الجمل جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002، ص 35.

الأوراق المالية لعام 1973 وتعديلاته لعام 1983 و 1987، ومجموعة القوانين في الحيازة و الاندماج لعام 1987، وفيما يلي عرض الأدوات المالية المتداولة فيها[1].

أ- الأسهم العادية: وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية محددة، تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.

ب- الأسهم الممتازة: هي تلك الأوراق المالية التي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار.

ج- شهادة الشراء من الأسهم الموجودة: وهي حق يسمح لصاحبها أو المستثمر بشراء كمية من أسهم الشركة المعنية القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقا وليس التزاما.

د- شهادة الشراء من الأسهم الجديدة: وهذه الشهادات تعطي الحق لصاحبها في شراء كمية معينة من الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا ولها مدّة استحقاق محددة.

هـ- وحدات الاستثمار العقاري: وهي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، كما تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة للحصول على عائد ثابت واحترافية في التسيير[2].

2 -سوق الصكوك:

وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية. وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية " الرينغيت الماليزي"، أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية[3].

---

[1] نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة لنيل درجة الماجيستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية التجارة،الجامعة الإسلامية غزة، 2007، ص86.

[2] عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص 347.

[3] محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، 2012-2013، ص ص 172- 173.

3- سوق المشتقات:

في إطارالنهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحوّل نحو سوق أكثر ديناميكية وتطوّرا، وبالفعل بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا[1].

3 -سوق السندات:

هو عبارة عن سوق غير منظمة يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل بمدّة استحقاق أكبر من سنة واحدة، ويتم إدارة السوق وفق نظام الكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات، ويخضع هذا النظام لرقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي والذي يعتبر مسؤولا عن السوق الثانوية للسندات، بينما تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على التسوق الأول لسوق السندات[2].

الفرع الثاني: الجهات الرقابية على سوق الأوراق المالية الماليزي

أصبح سوق الأوراق المالية الماليزي القطاع الذي يشارك فيه العديد من المستثمرين، وحجم الأموال المتداولة فيه كبير جدا، وهذا السوق بحاجة إلى رقابة وإشراف من الجهات المحددة للتأكد منأن كافة المعاملات والأنشطة في هذا السوق تعمل بكفاءة وفاعلية، وبذلك اتخذت الحكومة الماليزية القرار لتشكيل الجهات الرقابية الهامة، ويتم خضوع سوق المال في ماليزيا سواء كان السوق الإسلامي أو التقليدي للجهات الرقابية المحددة حيث يخضع للجنة العليا لهذا السوق (هيئة الأوراق المالية الماليزية) والجهات الفرعية ذات الصلة به، ووجود هذه

[1] زاغر هالة، دور الهندسة المالية الاسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة 2005-2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016- 2017، ص ص 74- 75.

[2] عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص 347.

الجهات لضمان التزام مشاركي السوق بالقوانين والتشريعات المنضبطة منها وحماية حقوق المستثمرين في السوق المالي الماليزي[1].

و من الجهات الرقابية الهامة على السوق المالي الماليزي ما يلي:

1 -الجهة العليا لرقابة سوق الأوراق المالية في ماليزيا:

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية العليا في سوق الأوراق المالية الماليزية برهاد، وهي المخولة قانونا ومسؤولة بشكل مباشر عن التنظيم والإشراف والرقابة على أنشطة المؤسسات في السوق، ولقد قامت الحكومة الماليزية بتأسيس هذه الهيئة واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق الأوراق المالية في ماليزيا في 1 مارس 1993، وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية[2] .

و من بين وظائفها الرئيسية هي الرقابة على أنشطة سوق الأوراق المالية الماليزي وتدعيمها ومن وظائف الرقابة لهيئة الأوراق المالية الماليزية ما يلي[3]:

- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية.
- تسمح هيئة الأوراق المالية الماليزية بإصدار سندات الشركات، أما السندات الحكومية خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي بصورة كاملة.
- القيام بالرقابة والإشراف على كافة الأمور فيما يتعلق بالأوراق المالية وعقود المستقبليات والخيارات وغيرها.
- القيام بعملية الرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجيات للشركات في ماليزيا.
- الرقابة على كل ما يتعلق بنظام صناديق الاستثمار.
- مراقبة أنشطة البورصات، وبين المقاصة والإيداع المركزي.

[1] نصبه مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجا، من مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013، ص ص 247- 248.

[2] عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص 349.

[3] نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015- 2016، ص ص 150-151.

هذه الهيئة مسؤولة مسؤولية كاملة عن توفير المعلومات المتعلقة بسوق المال مع نشر الوعي الاستثماري للمستثمرين، وحماية حقوق المتعاملين في هذا السوق من خلال تشكيل سلطة القوانين، وتحديد التوجيهات والتشريعات والأنظمة المتعددة.

2-الجهات الفرعية لرقابة سوق الأوراق المالية الماليزية:

أتت الهيئات الرقابية الفرعية كمساعد لهيئة الأوراق المالية في تأدية وظائفها، وكل ما يخص سوق الأوراق المالية الماليزية، البورصة الماليزية برهاد والمؤسسات التابعة لها وأهمها:

أ – بورصة ماليزيا للأوراق المالية ببرهاد كوالالمبور: تأسست في 4 ديسمبر 2003 وتعرف على أنها مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وذلك لتحقيق وسط استثماري منظم يتميز بدرجة عالية من الشفافية والوضوح، وتسعى البورصة الماليزية للأوراق المالية على منع العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، وذلك بإصدارها القوانين والإرشادات الخاصة للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل وخارج البورصة.

تقوم وزارة المالية الماليزية بمهمة الإشراف على كافة الأنشطة في البورصة الماليزية بصورة غير مباشرة، بينما الرقابة المباشرة على كافة أنشطتها فهيئة الأوراق المالية هي المسؤولة عليها، وبناء على ذلك فإن هذه البورصة خاضعة لوزارة المالية الماليزية برهاد وهيئة الأوراق المالية الماليزية.

تقوم بورصة الأوراق المالية قصد ضمان أكبر قدر من المساواة في تطبيق الإجراءات التنظيمية بالاستناد إلى مجموعة من المبادئ هي:

- قواعد واضحة الالتزام بها وسهلة.
- لخدمة وتسهيل الأعمال المالية يجب استخدام السلطة التقديرية للبورصة، لتعديل وتغيير القواعد التنظيمية.
- الحد من التنظيم الزائد عن اللزوم وذلك قصد تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم والفعالية التجارية.

– تفادي القيود والإجراءات غير المعقولة من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي للبورصة الماليزية، وذلك بوضع قواعد مبتكرة وتنافسية.[1]

ب- بورصة المقاصة للأوراق المالية: ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة ببورصة ماليزيا للأوراق المالية، وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الالكترونية، وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية 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.

جـ–بورصة الإيداع برهاد: وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل للشهادات بين المشتري والبائع للأسهم، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، وتتم التسوية من خلال الأنظمة الالكترونية، وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي، وتتولى هذه البورصة إدارة جميع الحسابات والرقابة على تعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة.[2]

د–بورصة المشتقات المحدودة: لقد تم إنشاء هذه البورصة في 17 أفريل 1993 ويتم تداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبليات والخيارات والمبادلات، والعمليات الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بحد ذاتها، وتقوم هذه البورصة (المشتقات) بتطبيق قواعد الأعمال كجهة رقابية ذاتية، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.[3]

هـ–بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة: وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول المستقبليات والخيارات.[4]

و أهم القوانين التي يخضع سوق المال في ماليزيا سواء أكان السوق الإسلامي أم التقليدي بهدف الرقابة والتطور للأفضل هي ما يلي[5]:

[1] مونية سلطان، مرجع سابق، ص 168.
[2] محمد غزال، مرجع سابق، ص 177.
[3] عبد الناصر براني، مرجع سابق، ص 350.
[4] نزار سناء، مرجع سابق، ص 153.
[5] نبيل طه سمور، مرجع سابق، ص 96.

- قانون الشركات لعام 1965.
- قانون الصناعة للأوراق المالية لعام 1983.
- قانون الصناعة للأوراق المالية "الإيداع المركزي" لعام 1991.
- قانون هيئة الأوراق المالية لعام 1993.
- قانون صناعة السوق المستقبلية لعام 1993.

و الخلاصة أن وجود الجهات الرقابية للسوق المالي الماليزي يمكن أن تساعد الملكية للأسهم والسندات والمشتقات لتحقيق ثقة المتعاملين في هذه الأسواق من خلال تطبيق القوانين الصادرة عنها.

المبحث الثاني: دور هيئة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

يعمل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به، والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي كما يخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية التي لها دور كبير في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

المطلب الأول: ضوابط عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

سوق الاوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بدوره يعتمد على ضوابط وأدوات إسلامية مختلفة تجعله قادرا على أداء وظائفه، وتحقيق ما سطر من أهداف وسنتطرق إلى هذه الضوابط في هذا المطلب.

الفرع الأول: ضوابط إصدار الأوراق المالية

سنتكلمفيهذاالفرععنجانبينهماضوابطالإصدار وضوابطالمعاملاتالتييقومعليهاسوقالأوراقالماليةالإسلاميةفيماليزيا.

في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية الخامس في 23 أوت 1993، قررت أربعة معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلى القرآن الكريم، والسنة النبوية الشريفة، وعموم الشريعة ومبادئها ومن هذه المعايير ما يلي[1]:

1 -معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية:ومنها:

أ – المعيار الأول: أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية، وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن القائمة(قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية).

ب- المعيار الثاني: إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، أو الميسر، وما شابه ذلك مثل كازينوات، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

جـ–المعيار الثالث: إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)فيحرم المستثمرين المسلمين من شراء أسهمها.

د– المعيار الرابع: إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فهي لا تجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها وهي تتضمن:

- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها وتسويقها.
- تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها للأسواق.
- توفير الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة والحانات، والخمّارات وغيرها.

فيحرّم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ونفس الحكم ينطبق أيضا على الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني التي تقوم مثلا ببناء محل القمار، والخمّارة وغيرها فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

[1] سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجيستير في العلوم الاقتصادية تخصص أسواق مالية وبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013-2014، ص 240.

2 –خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية:

تتمثل أهم الخطوات فيما يلي[1]:

أ – الخطوة الأولى: استخلاص المعلومات المالية: ز هي خطوة تتضمن التعرّف على مصدر الدخل ونشاطات الشركة، حيث تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مثل: التقارير المالية السنوية للشركات ومن خلال تحقيقها حول التسيير.

ب– الخطوة الثانية: النظر إلى النشاطات الشرعية: إن اللجنة الاستشارية الشرعية طبقت معايير عامة في التركيز على النشاطات للشركات المدرجة في البورصة الماليزية، إذ فرضت عدة شروط على نشاطات الشركة كلها تصب في قالب واحد، وهو أن تكون هذه النشاطات مطاوعة للشريعة وذلك من أجل قبول إدراج أوراقها المالية وبذلك فإن نشاطات الشركة تكون غير مطاوعة للشريعة إذا كانت تندرج تحت إحدى النشاطات التالية:

- الخدمات المالية القائمة على الربا.
- القمار والميسر.
- صناعة أو بيع المنتجات غير حلال.
- صناعة التأمين التقليدي.

جـ–الخطوة الثالثة: وضع مؤشرات أو معايير اجتهادية للشركات التي أصلا عملها في الحلال ولكن لها معاملات حرام تتضمن هذه المؤشرات ما يلي[2]:

- معيار أو مؤشر 5%: وهذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة وأخرى محرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا والقمار والخمر ولحم الخنزير.

- معيار أو مؤشر 10%: هذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عنصر عموم البلوى مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية والنشاطات المتعلقة بالتبغ.

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 198.

[1] سلماني عادل، مرجع سابق، ص ص 241-242.

– معيار أو مؤشر 25%: يستخدم هذا المؤشر أو المعيار لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ومع تحقيق المصلحة العامة، وهي التي تحتوي على عنصر المصلحة للشعب بالرغم من احتوائها على عنصر مخالف للشريعة، أي هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصارف وغيرها لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

و بالتالي إن كل المشاركات ذات النشاطات غير المسموحة في الشركات المعفية سوف تقارن مع المؤشرات السابقة، فإذا كانت النشاطات والمداخيل تندرج تحت ما هو محرم مثل الربا والميسر والخمر يجب أن لا يتجاوز 5% من المداخيل العامة، وكذلك الأمر بالنسبة إلى مؤشر 10% و25%.

و بناءا على هذه الضوابط والمؤشرات السابقة فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير للشركاتالمختلطة بين الأنشطة المشروعة والمحرمة شرعا ومنها ما يلي:

* أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة قائمة وفقا لمبادئ الشريعة المذكورة في ضوابط المعايير كما سبق شرحها وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا.
* أن تكون الشركات ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.
* أن تكون أنشطتها الرئيسية تستجيب للمصلحة العامة.
* أن تكون نسبة الحرام قليلة في عمل الشركة.

لقد جاء جواز الاستثمار في شركات المساهمة ذات الأعمال المشروعة في الأصل إلا أنها تتعامل بأمور محرمة شرعا أحيانا من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وقد جاء هذا بحجة أن مساهمة المسلمين في الشركات المختلطة، حيث تكون نسبة الأنشطة المشروعة أغلب من الأنشطة المحرمة شرعا فتؤدي إلى تطوير الاقتصاد الماليزي.

الفرع الثاني: ضوابط معاملات الأوراق المالية

إن هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية هي جهة أخرى أسستها هيئة الأوراق المالية الماليزية لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية، ولمعاونة قسم السوق المالي الإسلامي التابع للهيئة في الأمور التالية[1]:

- إصدار الفتاوي الشرعية في أمور المعينة تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية.
- توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية قبل إعلانه للزبون.
- تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية.
- جميع التقديمات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن يقوم بها شرعي مستقل.

من أجل دعم الإطار التنظيمي والرقابي فيما يتعلق بمعاملات السوق المالي الإسلامي أصدرت التعليمات والإرشادات اللازمة لذلك منها:

1- التعليمات على صناديق الاستثمار: تزامنا مع محاولات ترقية وتطوير سوق المال الإسلامي في ماليزيا، أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية نوعين من التعليمات تتعلق بصناديق الاستثمار التي تعمل وفق قواعد الشريعة الإسلامية في ماليزيا، وذلك عام 2002، وهذه التعليمات أصدرت لمتابعة ومراقبة صناديق الاستثمار وحماية حقوق المستثمرين، وتتمثل هذه التعليمات في البندين التاليين:

* البند (التعليمة) رقم 18: المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق الذي ينص على التزام الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاته.

* البند (التعليمة) رقم 19: يتضمن أن تقوم إدارة صندوق الاستثمار بعمليات التسجيل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وتعيين مختلف المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة لمختلف المع املات، وقد جاء في النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا أن تعيين المستشار الشرعي المستقل المعتمد من قبل هيئة الأوراق المالية ويجب أن تتوفر فيه المؤهلات التالية:

- ليس ممن أعلن إفلاسه.
- لم يرتكب أية جريمة تستحق العقوبة الجنائية.

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 201.

- يتمتع بالأخلاق والسمعة الطيبة.
- لديه المؤهلات العلمية في فقه المعاملات، وأصول الفقه مع الخبرة في أعمال المصرف الإسلامي لا تقل عن ثلاث سنوات.

و تجدر الإشارة أن البند رقم 18 تم تطبيقه فعليا في 1 جانفي 2003، بينما البند رقم 19 تم تطبيقه في 10 جويلية 2002.

3 -التعليمات على عرض الصكوك : وقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، في إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضا على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها ومراجعة هذه التعليمات وإتباع التوجيهات فيها لاسيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.

المطلب الثاني: مهام هيئة الأوراق المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

لقد لعبت هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا أساسيا وبارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من خلال إنتاجها العديد من الاستراتيجيات لتطويره يكون بديلا لسوق رأس المال التقليدي، إذ تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي من خلال مايلي:

الفرع الأول: مهام هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية لدور البنوك في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

من بين الاستراتيجيات المنتهجة من طرف الهيئة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا نجد[1]:

[1] محمد غزال، مرجع سابق، ص 180.

1 -توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي:

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة والتزام المتعاملين الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.

2 -التخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي:

طرحت هيئة الأوراقالمالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ست أهداف جوهرية منظمة، وتم تسميتها الخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الاستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المالالماليزي لعشرة أعوام من 2001 إلى 2010، وأحد أهدافها الجوهرية هو اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي ICM من خلال خطة رئيسية لسوق رأس المال وخطة رئيسية للقطاع المالي (FSMP).

لقد كان الإعلان عن الخطة الرئيسية لسوق رأس المال من طرف وزارة المالية في 2001 علامة أخرى بارزة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في الخطة الرئيسية العامة لنمو سوق رأس المال تم تمييز سوق رأس المال الإسلامي على أنه واحد من المجالات المتخصصة، حيث الهدف السادس من الخطة الرئيسية ينص على: << تأسيس ماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي، ومن أجل تحقيق هذا الهدف اعتمدت عدة مبادرات استراتيجية:

أ – تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي، من أجل توفير سبيل فعال لمنتجات السوق المالي التقليدي، فإن سوق رأس المال الإسلامي يحتاج إلى تطوير مجموعة منوعة من صكوك الأوراق المالية الإسلامية، لتلبية احتياجات الاستثمار الأساسي، وزيادة رأس المال واحتياجات إدارة المخاطر للسوق، في هذه العلاقة استخدمت هيئة الأوراق المالية طريقتين:

– بتحديد الصكوك والأدوات الموجودة في سوق رأس المال التقليدي والمقبولة والمسموح بها في الإسلام، مع أن هذه الصكوك قد نشأت من سوق رأس المال التقليدي، إلاأنها يمكن اعتمادها إذا ب طبيعتها بما يتفق مع

تعاليم الإسلام، أو تحذفالعناصر المتعارضة والمتناقضة من دون التأثير على فائدة الصكوك ومنفعتها أو فرض تكلفة عن لا لزوم لها.

– بإدخال إنشاء وابتكار المنتج علىأساس مختلف المفاهيم الإسلامية مثل الإجارة، الاستصناع، المضاربة، المرابحة، القرض الحسن، والمشاركة.

ب- إنشاء سوق كفء لفعالية تعبئة وتحريك رؤو س الأموال الإسلامية: يجب على سوق رأس المال الإسلامي الكفء أن يكون ذو وسيلة وفعالية كافية لتلبية احتياجات الصيرفة الإسلامية المحلية والتكافل، إضافة إلى إدارة الاستثمار بقنوات استثمارية تنافسية لتسهيل تعبئة وتحريك ذو كفاءة لهذهالأموال، لذلك فهناك حاجة للتدابير التالية:

– تعزيز اتفاقية تحرير القيود على إدارة رؤوس الأموال من طرف المؤسسات الإسلامية للسماح بتنويع أكثر في المخاطر وعائدات أكثر تنافسية بما يتفق مع أحكام الشريعة.

– تحديد وتطوير قنوات جديدة وصكوك حديثة التي يمكن أن تستثمر فيها وأن تحرك بواسطتها الممتلكات والموجودات الإسلامية بفعالية.

جـ- ضمان وجود محاسبة، وإطار تنظيمي " ICM" بصفة مناسبة وشاملة: من الضروري وجودمحاسبة، ضرائب وإطار تنظيمي ل "ICM" بصفة محددة جدا ومقبولة على نطاق واسع بهدف تسهيل استثمارها طويل الأجل ولتقوية وتعزيز هذه البيئة التحتية الداعمة لتعاملات الأوراق المالية الإسلامية يجب أن يكون هناك:

– مجلس استشاري للشريعة واحد لتقديم المشورة حول المسائل المتعلقة بقضايا رؤوس الأموال، الصيرفة، والتكافل.

– تعزيز الإطار المحاسبي المرتبط بالمنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

– مراجعة تنظيمات لتعزيز المعالجة القانونية والضريبة المناسبة للصفقات المالية الإسلامية.

د- تعزيز وزيادة قيمة الإشراف والتقدير لسوق رأس المال الإسلامي دوليا وعالميا: إن تعزيز قدرة السوق لاستقطاب الأموال الدولية في السوق المحلية للمنتجات الإسلامية تستلزم الجهود التالية:

– زيادة الوعي بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي على المستويات المحلية، والإقليمية والدولية، ويلعب سوق رأس المال الإسلامي دورا نشيطا مع المشاركين الصناعيين في إدخال وتنفيذ هذه الجهود.

– تسهيل العلاقات التآزرية مع أسواق إسلامية رئيسية أخرى لتوسيع وتقوية قنوات التوزيع وتعزيز نطاق لمساعي تعاونية مفيدة ومتبادلة.

و باعتبار الخطة الرئيسية منفصلة ولكن متكاملة للصيرفة والتكافل، أصدرت الخطة الرئيسية للقطاع المالي(FSMP) من طرف "بنك نيغارا ماليزيا"، في مارس 2001، بينما ركزت الخطة الرئيسية للصيرفة، التأمين، مالية التنمية والخدمات المالية في الخارج، ومن المتصور أن مشهد صناعة الصيرفة الإسلامية والتكافل في 2010 سيتطور بالتوازي مع الصيرفة التقليدية والتأمين لتحقيق ما يلي:

– تشكيل 20% من حصة سوق الصيرفة والتأمين مع مساهمة فعالة إلى القطاع المالي للاقتصاد الماليزي.

– تمثل بعدد من مؤسسات صيرفة إسلامية وعامليالتكافل ذو رسملة قوية وعالية تقدم مدى كامل ومتكامل من المنتجات والخدمات المالية الإسلامية.

– تركز على شريعة شاملة ومساعدة وإطار تنظيمي.

– تدعم بمؤسسات مخصصة (محاكم الشريعة التجارية) في النظام القضائي التي تتناول القضايا القانونية المرتبطة بالصيرفة الإسلامية والتكافل.

– تدعم بعدد كاف من المدربين جيدا، الأفراد ذوي الكفاءات العالية وفرق الإدارة من ذوي الخبرات المطلوبة.

– باختصار ماليزيا كمركز مالي إسلامي إقليمي.

3–تعيين هذه الهيئةرئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة أوراق المالية " IOSCO" كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي.

واعترفت سوق د اوجونز الإسلامية بسوق رأس المال الإسلامي، واعتبرته نموذجا عالميا في القطاع المالي الإسلامي.

4- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي:

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم.

5- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

تلعب الهيئة دورا بارزافي إيجاد التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين المحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي،وهذا من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل المحلية أو الدولية.

و تتيح الهيئة أيضا الفرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية لحضور المؤتمرات أو الندوات الدولية لتشجيع تبادل المعرفة والأفكار، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة.[1]

الفرع الثاني: دعم هيئة الأوراق المالية الإسلامية الماليزية لدور البنوك في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

وضعت ماليزيا ضمن فئة النضج بسبب النظام البيئي المصرفي الإسلامي الشامل الذي لعب دورا حاسما في دفع ماليزيا إلى الأسواق المالية العالمية بعد نجاحها في أسواقها المالية الإسلامية المحلية وهذا النجاح مدفوع بدعم هيئة الأوراق المالية الإسلامية لدور البنوك الإسلامية لدور البنوك الإسلامية في تفعيل هذه السوق من خلال ما يلي[2]:

- الإطار التنظيمي المسطر من قبل الهيئة يهدف إلى:

* حماية المستهلكين والمستثمرين، وهذا يشمل مصدري الصكوك، وذلك لأن الأنظمة الفعالة المسطرة من قبل الهيئة تعزز ثقة كل المستثمرين من بينهم البنوك الإسلامية المحلية والدولية منها وتحافظ على حمايتهم، وتؤكد

[1] مسعودة نصبة، مرجع سابق، ص ص 72-78.

[2] صادقلشهب،أحمدبوريش،تحويلعواملنجاحالتجربةالماليزيةفيتطويرالصناعةالإسلامية،المجلةالجزائريةللدراساتالمحاسبة والمالية،عدد 01،جامعةورقلة، 2015،ص 92.

شفافية المعلومات والتعامل وتسعى لسد السلوك الاحتيالي وذلك بوضع القيود العادلة للمنافسة، وإلى الاحتفاظ بالمعايير المناسبة التي تضبط سلوكيات المشاركين في السوق.

* فعالية الإطار التنظيمي والتشريعي في ماليزيا جعلت المصارف الإسلامية فيه أكثر تنافسية وديناميكية ما ساهم في ازدهارها من حيث التمويل بالقروض، تزايد ودائع المصارف الإسلامية، كبر حجم إصداراتها من المنتجات التمويل الإسلامية.

بالإضافة الى[1]:

– تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية المالية والأدوات الأخرى.

– منح التصاريح والإشراف على جميع البنوك الإسلامية والبنوك صاحبة النوافذ الإسلامية التي ترغب في الدخول إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية.

– الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية، ساهم في التزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق.

أيضا[2]:

– يعود تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالي التقليدي، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالي الإسلامي بسبب منتجات البنوك الإسلامية.

– حاجة الصناعة المالية الإسلامية لتعميق وتوسيع سوق الأوراق المالية الإسلامية، مما يعود بالفائدة على جميع المؤسسات العاملة في الاقتصاد الإسلامي ويجعل لها جاذبية أكبر في توفير التمويل لمختلف الاحتياجات و وجود علاقة إيجابية قوية بين سوق الأوراق المالية الإسلامية وتنمية البنوك الإسلامية.

بالإضافة إلى[3]:

[1] محمدغزال،مرجعسابق،ص 180.

[2] مرعيعليضو،أبوبكرصالحنصر،أسواقالمالالإسلامية ودورهافيتمويلالتنميةالاقتصادية "سوقالأوراقالماليةالإسلاميةفيماليزيانموذجا"،مجلةالعلومالاقتصادية والسياسية،العددالخامس،كليةالاقتصاد والتجارة،جامعةالعراق،يونيو 2015،ص 75.

[3] محمدغزال،مرجعسابق،ص 181.

– توفير الأطر التنظيمية والقانونية والرقابية للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي: إصدارات الهيئة فقد كان نشيطا، وذلك لما عرفته السوق المالية الماليزية من حركية خاصة في الشق المالي الإسلامي، ومن بين الإصدارات مايلي:

* التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار : أصدرت هيئة الأوراق المالية التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2008، والتي تم مراجعتها في 2010/06/01 والتي تقضي بضرورة تقديم التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين والإجراءات المتخذة لذلك، وتم إصدار قانون" Practice notes" تتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا.

* التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية:من بين الأعمال المبذولة من قبل الهيئة، هو إصدارها لتعليمات خاصة بالأوراق المالية الإسلامية – الصكوك- في سنة 2004 وتم مراجعتها في 2011 و2012، وذلك ضمن خطتها تنشيط البورصة الماليزية على التداول في مثل هذه الأوراق، خاصة وأنها لاقت الترحيب والموافقة من طرف المستثمرين الماليزيين والأجانب، لذا وجب إصدار هذه التعليمات والإ رشادات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق والإجراءات المتبعة في إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

* العمل على تدريب وتعليم الكوادر المتخصصين في المالية الإسلامية في ماليزيا: تؤدي الهيئة دورا محوريا في التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الماليزي، خاصة المتعاملون في السوق والباحثين والمحللين المحليين أو الأجانب فيمايخص المالية الإسلامية، وذلك من خلال المشاركة في دورات تدريبية والندوات والمؤتمرات المحلية أو الدولية، بما فيهم إطارات تابعين للبنوك الإسلامية باعتبارها عضوا فعالا في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية.

بالإضافة إلى[1]:

– الرقابة على أعمال المصرف الإسلامي للتأكد من مطابقة أعماله لأحكام الشريعة الإسلامية.

– المشاركة في وضع التعليمات واللوائح ونماذج العقود الشرعية للمعاملات ومراجعتها وتصحيحها وإقرارها وتطويرها.

[1] فتيحة بوهرين، نورالدين زعيبط، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية دراسة ميدانية لهيئة الرقابة الشرعية ببنك الإثمار البحريني، مجلة العلوم الإنسانية، مجلد01، عدد42، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2014، ص246.

- الفتوى من خلال الرد على الأسئلة والاستفسارات المقدمة لها سواءا أكانت تلك الاستفسارات من العاملين بالمصرف أم المتعاملين معه.

المبحث الثالث: البنوك الإسلامية و تطوير أدوات التمويل الإسلاميفي سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

تعدالتجربةالماليزيةالسباقةلإصدارالصكوكالإسلامية ،

إذتكونمصدرةسواءبالرينغيتالماليزيأوبالعملاتالأجنبيةالأخرى،ولذلكفإنهذايقدممجموعةمتنوعةمنالفرصالاستثمارية لجم يعالمستثمرينمحليينأوأجانب ،و هذاالنجاح مدفوع من قبل البنوك الإسلامية الماليزية التي ترتكز على نظام ايكولوجي يثبت تطوره تدريجيا من خلال ابتكارها أدوات تمويلية إسلامية ذات قبول واسع يجعل من سوق الأوراق المالية يعزز مكانته محليا و دوليا .

المطلبالأول:أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق الماليةالإسلامية الماليزية.

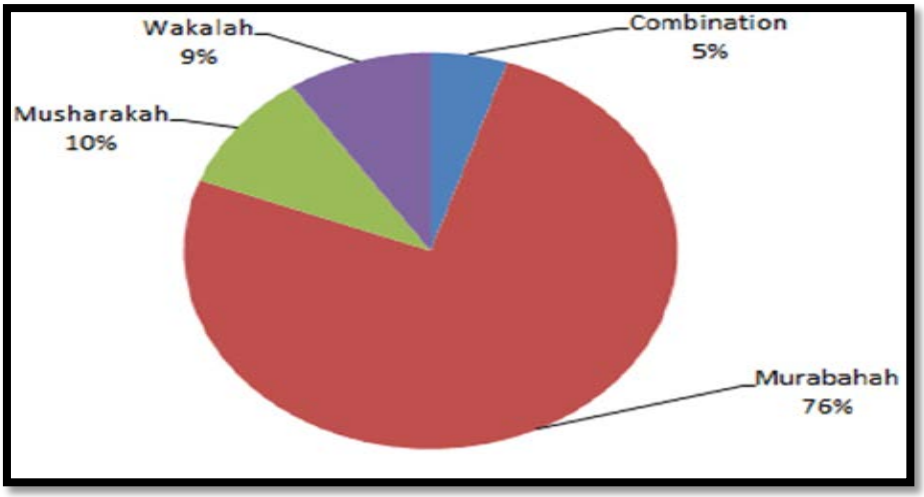
تتنوعوتتعددالصكوكالإسلاميةالمتداولةفي سوق رأس المال الإسلامي الماليزي حتى أنها أصبحت من أهم و أكثر الأدوات تداولا على مستوى السوق الماليزي ككل ، وتصدر الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية على أساس عقود شرعية و ضوابط الشريعة الإسلامية التي تنظم إصدارها و يتقسم حسب الجهات المصدرة لها إلى مايلي:

1 -**الصكوك الإسلامية الحكومية:** و هي عبارة عن شهادات مالية تصدرها جهات حكومية مختلفة، و يتم إصدارها وفقا لمبادئالشريعة الإسلامية المسموح بها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، و تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي، و الغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الجهات الحكومية على الأموال لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية.

2 -**الصكوك الإسلامية الخاصة** :و هي عبارة عن شهادات مالية تصدرها الشركات الخاصة و تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية الماليزية، و تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ المرابحة و البيع بالثمن لأجل على الرغم من الخلاف الدائر حول تداولها، كما تحاول هذه السوق أن تصدر صكوك حاليا و تتمثل هذه الصكوك في المشاركة، المضاربة، الإجارة، و الإستصناع.[1]

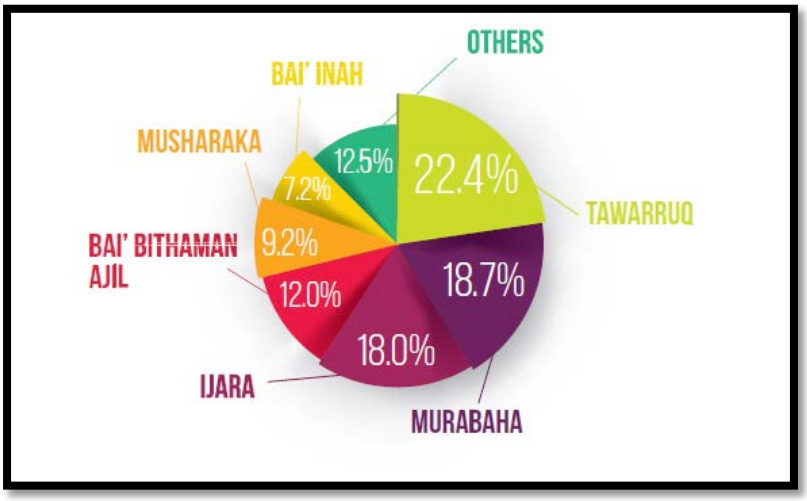
[1] عبد الحميد فيجل. مرجع سابق، ص 209.

الشكل رقم 01: الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا لسنة 2015:



المصدر: http://www.sc.com.my اطلع عليه 2019/03/14.

الشكل رقم 02: أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة بسوق ماليزيا لسنة 2016.



Source Bank Negara, Malaysia, 2017, p78.

من خلال مقارنةالشكل رقم(01) بالشكل رقم (02) و اللذان يمثلان أنواع الصكوك المصدرة و المتداولة ضمن سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي نلاحظ أن هذه السوق توفر مجموعة متنوعة من الصكوك و العقود الإسلامية المختلفة مثل: المرابحة، المشاركة، الوكالة، الإجارة، أو هياكل مختلطة على أساس عقود شرعية و هي مدعمة من قبل النشاط الاقتصادي الحقيقي، و لها القدرة على الاستفادة من قاعدة أوسع للمستثمرين من كلا الطرفين الإسلامي و التقليدي بما في ذلك المستثمرين الأجانب، إذ أن البنوك الإسلامية

الناشطة في فضاء السوق المالي الماليزي و الشركات المدرجة ضمنها ساهمت في إصدار أعداد مختلفة و متنوعة من الصكوك و بنسب متفاوتة بين (2015-2016).

المطلب الثاني: دور البنوك الإسلامية في تنشيط سوقالأوراق المالية الماليزية من خلال أدوات التمويل الإسلامي.

تلعب البنوك الإسلامية دورا مزدوجا في الأسواق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية فإلى جانب توليها عملية تمويل الاقتصادبتقديم مختلف الخدمات المصرفية القائمة على الشريعة الإسلامية لعملائها حسب حاجاتهم، فإنها في نفس الوقت تشكل وقودا يغذي هذه الأسواق إذ تتميز بكبر حجم رؤوس أموالها العامل الذي يجذب الكثير من المستثمرين الذين يعتبرونها ملاذا آمنا لهم بسبب قوة و تطور منتجاتها، و الذي يرتبط بفاعلية أسواق الأوراق المالية الإسلامية التي يزداد نشاطها بازدياد كمية و نوعية أدوات التمويل الإسلامية كما يترتب عليها تعميق اتساعها حيث تزداد كمية التداول من خلال بيع و شراء هذه الأدوات مع تطور حجم السوق و تطور حجم إصدارات الأدوات فتؤدي إلى زيادة كفاءة الأسواق الأوراق المالية الإسلامية و هذا ما سنتطرق إليه في هذا المطلب مع التحليل.

الفرع الأول: حجم و رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية.

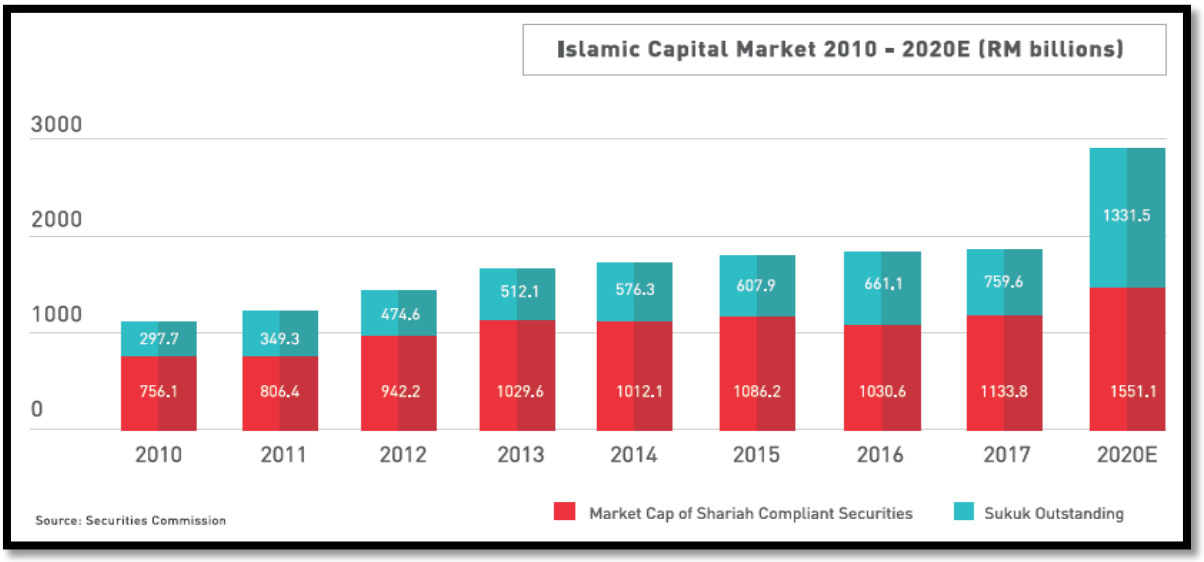
1 -تطور حجم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

شهدت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي (ICM) نموا هائلا معترف بها على نطاق واسع كرائد عالمي فيابتكار الأدوات و الوساطة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، إذ أن في ديسمبر 2016 بلغ إجمالي حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 1030.6 بليون رينغيت ماليزي، و هو ما يمثل 52% من مجموع القيمة السوقية في ماليزيا التي تضاعف حوالي ثلاث مرات خلال العقد الماضي، و المجموع يشمل حجم سوق رأس المال الماليزي للقيمة السوقية الإجمالية للصكوك و الأسهم (74% منها متوافقة مع الشريعة الإسلامية) مدرجة في بورصة ماليزيا و تبلغ قيمتها السوقية حوالي 1030.6 بليون رينغيت ماليزي[1].

[1] Securities Commission , Annual Report 2018. Malaysia, p162.

الشكل رقم (03): رسملة السوق الإسلامي الماليزي و توقع تطوره (2010-2020).

الوحدة: بليون رينغيت ماليزي.

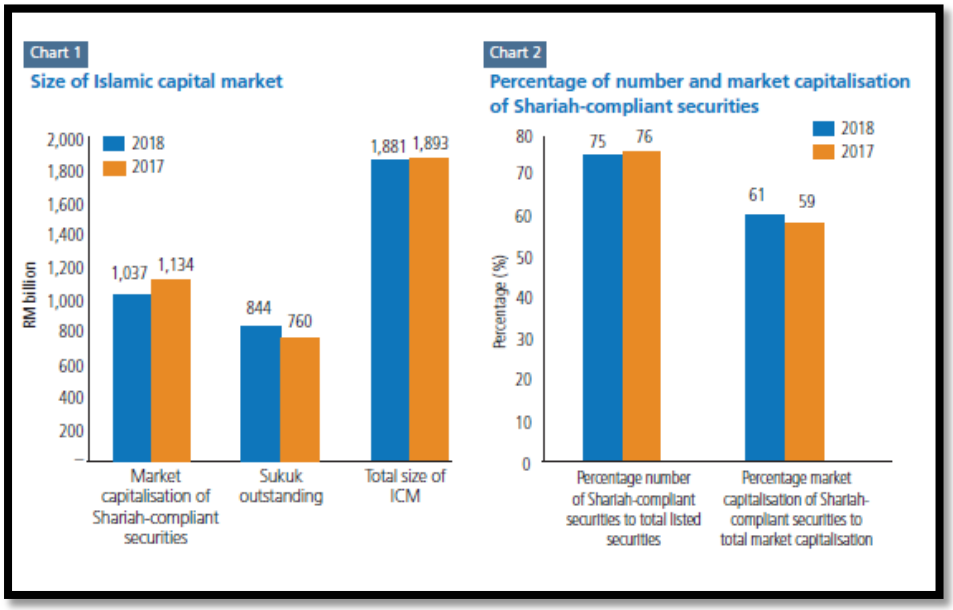


Source Bank Negara, Malaysia, 2017, p79.

ليواصل سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بحجمه المتزايد من السيطرة على سوق رأس المالالماليزي العام، ففي عام 2017 بلغت 59% أي ما يعاد ل1893 بليون رينغيت ماليزي حسب الشكل (04) الموالي، مقارنة مع 1030.60بليون رينغيت ماليزي في عام 2016، و يشمل ذلك الإجمالي القيمة السوقية للأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة 1133,8 بليون رينغيت ماليزي و إجمالي الصكوك غير المسددة التي بلغت 759.6 بليون رينغيت ماليزي بالتقريب 760 بليون رينغيت ماليزي. (حسب الشكل رقم03).

الشكل رقم(04): حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي و نسبة رسملته خلال الفترة (2017-2018).

الوحدة: بليون رينغيت ماليزي.



Source:Securities commission report 2018, Malaysia, p163.

حسب الشكل رقم (04) نلاحظ أن رأس المال الإسلامي الماليزي حقق 61% أي حجم السوق سجل ما يعادل 1881 بليون رينغيت ماليزي في نهاية 2018 مقارنة مع 1893 بليون رينغيت ماليزي لعام 2017 و هو انخفاض طفيف،بينما القيمة السوقية الإجماليةللصكوك ارتفعت و سجلت 844 بليون رينغيت ماليزي مقارنة مع 760 بليون رينغيت ماليزي في سنة 2017، و هذا بسبب أن هيئة الرقابة الشرعية (SC) أصدرت قائمة محدثة من الأوراق المالية الإسلامية المعتمدة من قبل مجلس الهيئة الرقابية حيز التنفيذ في 30 نوفمبر 2018 بلغ عددها 689 حتى نهاية ديسمبر 2018 و التي شكلت 75.30%من 915 ورقة مالية مدرجة في بورصة ماليزيا و قيمتها السوقية بلغت 1036,52 بليون رينغيت ماليزي أي 60.96% من القيمة السوقية الإجمالية بانخفاض قدره 8.58% مقارنة مع نهاية 2017 (حسب الشكل رقم (04) و الجدول رقم (01).

الجدول رقم(01): حجم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي مقارنة مع حجم الصكوك المتداولة فيه (2017-2018)

الوحدة: بليون رينغيت ماليزي.

Table 1
Size of ICM

Islamic capital market	2018 RM billion	2017 RM billion
Market capitalisation of Shariah-compliant securities	1,036.52	1,133.83
Size of sukuk outstanding	844.21	759.64
Total size of ICM	1,880.73	1,893.47
% of ICM to total capital market	60.55%	59.19%

Table 2
Shariah-compliant securities

	2018	2017
Number of securities:		
Shariah-compliant securities	689	688
Total listed securities	915	905
% of Shariah-compliant to total listed securities	75.30%	76.02%

Market capitalisation (RM billion):	2018	2017
Shariah-compliant securities	1,036.52	1,133.83
Total market capitalisation	1,700.37	1,906.84
% of Shariah-compliant securities to total market capitalisation	60.96%	59.46%

Source Securities Commission ,Malaysia Report,2018 ,p164.

وفقا لتقرير الهيئة الأوراق المالية الماليزية فإنها تتوقع أن يتوسع حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بمعدل 10,6% سنويا ليصل إلى نحو 670,4 بليون دولار أمريكي أي ما يعادل 1551,1 رينغيت ماليزيحلول عام 2020.[1](أنظر الشكل رقم03).

2 -رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

أما عن بيان تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين 2008-2015 فيمكن الوقوف عليها من خلال الجدول التالي:

[1] محمود العدم، ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية، الموقع: http//www.aljazzera.net//news/business/2012/06/10
إطلع عليه يوم: 2019/05/26

الجدول رقم (02): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا للفترة (2008-2015).

الوحدة:بليون رينجيت ماليزي

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
رسملة سوق الأوراق المالية ككل	663.8	999.5	1275.3	1285	1466	1702	1651.17	1694.78
رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية	426.4	637.9	756.1	806	942	1702	1012.14	1086.18
رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى رسملة السوق الكلي %	64.2	63.8	59.3	63	64	63	61.3	64.09

SOURCE/ Securities commission Malaysia, Annual (2008, P:6-56), (2009, P:6-52), (2010, P:6-56), (2011, P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135).(2014.p/6-146).(2015.p/6-171).

Source :Securities commission Malaysia, Annual (2008, p:6-56), (2010, p:6-52), (2011, p:6-55), (2012, p:6-63), (2013, p:135), (2014, p:6-146), (2015, p:6-171).

– يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال و تنويع المخاطر و من ثم يعكس مستوى النشاط، فارتفاع قيمته يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواءا من حيث زيادة عدد الأسهم و الشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما، و من ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي.[1]

نماسوق رأس المال الإسلامي الماليزي بنسبة 11.9% ليصل إلى 1.9 تريليون رينغيت ماليزي، هذا القطاع يمثل ما يقارب 60% من سوق رأس المال الماليزي العام، فقد حافظت سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على مكانتها الرائدة على المستوى العام بنسبة 38% من إصدارات الصكوك العالمية و يوضح هذا الرقم على استمرار سوق رأس المال الإسلامي الماليزي قدرته على توفير وسيلة تسييرية و فعالة لتشكيل سوق نشطة و ديناميكية من خلال الزحم التصاعدي و القوي في النشاط التجاري و المالي على حد سواء [2]، الذي بدوره يجذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة من المستثمرين المسلمين و غيرهم و توظيفها وفق منتهج قائم على

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص250.

[2] Securities Commission., Malaysia , Annual report 2017,p6.

العدل و حفظ الحقوق من خلال أدوات التمويل الإسلامي مما يدفع إلى توسيع حجم أسواق الأوراق المالية الإسلامية و انتعاشها.

بالاعتماد على الشكل رقم(04) و الجدول (01) السابقين،نستخلص أن رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية في عام 2018 بلغت 1.036,52 بليونرينغيت ماليزي أي أقل من رسملة سوق الأوراق المالية الماليزي العامة التي وصلت إلى 1.700,37 بليون رينغيت ماليزي. أي أن السوق المالية الإسلامية تمثل نسبة 60,96% من السوق المالي الماليزي الإجمالي و هي نسبة أكبر من السنة السابقة 2017 ، إذ بلغت رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية حوالي 1.1333,83 بليون رينغيت ماليزي أي 59.46% من رسملة السوق المالي الماليزية العامة التي بلغت إلى 1.906,84 بليون رينغيت ماليزي، مما يعني أن الأموالالمدارة في السوق هي أموال للشركاتالمتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعتها اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية، و يفسر ذلك بتطور عدد الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة مقارنة بالشركات التقليدية الذي عكسه عدد الأوراق الإسلامية المتداولة في البورصة، حيث بلغ عدد الأوراق المالية الإسلامية سنة 2018 إلى 915 مقارنة مع سنة 2017 التي بلغت فيها 905، و نستنتج من ذلك أن:

– ارتفاع مستوى سوق الأوراق المالية الإسلامية (كبر السوق) بسبب زيادة عدد الأدوات الإسلامية و كذا زيادة عدد الشركات و البنوك المدرجة فيها.

– كبر السوق معناه انتعاش النشاط الاقتصادي الماليزي و توسعه.

3–مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

المؤشر الشرعي في ماليزيا يعرف بأنه مؤشر لمعرفة حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة و المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة. و يتم قياس أدائها الاستثماري و يحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، فعندما يصعد مثلا مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطةيعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة فيه قد ارتفعت ب 5 نقاط و النقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا.[1]

[1] بن الضيف محمد عدنان،مرجع سابق، ص227.

و من أجل تلبية الاهتمام المتزايد في أسواق الأوراق المالية الإسلامية تم إنشاء معايير تستهدف الاستثمارات القائمة على أساس إسلامي اثنين من هذه المعايير هي[1]:

أ- مؤشر داوجونز الإسلامي (Dow Jones Islamic Market Index (DJIM يعمل هذا المؤشر على أساس عالمي، أطلق في فيفري من عام 1999 من طرف شركة داوجونز، من أجل تقييم أداء الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية و المرخص لهامن قبل هيئة الرقابة الشرعية.

ب- المؤشر الشرعي لكوالالمبور: (Kuala Lumpur Shariah Index (KLSI تم إطلاق مؤشر الشريعة لكوالالمبور (KLSI) في 17 أفريل 1999 و ذلك بنية تعقب أداء الأوراق المالية الإسلامية التي وافقت عليها هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، و هذا كله من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثمارات الشركات التي تقع أنشطتها في دائرة الحلال نتيجة التطور السريع لعمليات التمويل الإسلامي.

بعد ذلك أطلقت سلسلة من المؤشرات الإسلامية العالمية في أكتوبر 1999 ثم استبدل بذلك مؤشر (KLSI) بمؤشر FBM_S الإسلامي FBM Small Cap shariah حيث أطلق هذا المؤشر من قبل سلسلة مؤشرات FTSE لسوق الأوراق المالية الماليزية.

و من خلال الجدولان الآتيان مع الشكل سوف نحلل بعض معطيات المؤشرات السالف ذكرها كمايلي:

[1]Dalia Daud and others. « The Relationship Between Islamic Index And Conventional Index In Bursa Malaysia, Kuala Lumpur, Research Institute. University of Shah Alam, Malaysia, June 2006, pp12-14.

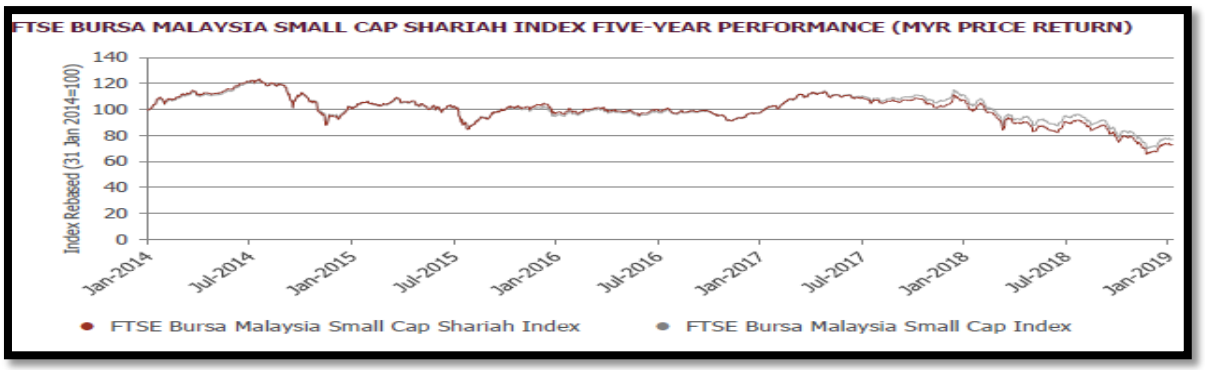
الجدول رقم (03): تحركات مؤشر داوجونز الإسلامي مقارنة بداوجونز العالمي لسنة 2018.

	Value	MoM	QoQ	YoY
	9/7/18	8/7/18	6/7/18	9/7/17
Equity				
Dow Jones Islamic Index	3779.57	▼-0.99%	▼-0.18%	▲10.99%
Dow Jones Global Index	396.57	▼-1.74%	▼-1.57%	▲6.94%
MSCI Islamic Index	1333.42	▼-2.11%	▼-1.88%	▲5.46%
MSCI World Index	2144.03	▼-1.05%	▲0.30%	▲9.13%
MSCI Emerging Market Index	1018.29	▼-5.70%	▼-11.43%	▼-6.59%
Fixed Income				
LIBOR 6 Month	2.5406	▲0.018	▲0.049	▲1.089
Murabaha USD 6 Month	2.5044	▼-0.023	▲0.051	▲1.056
Dow Jones *Sukuk* Index	99.47	▼-0.14%	▲0.34%	▼-4.23%

SourceIslamicFinanceBulletin, World Bank Group, 31 August 2018 ,p1.

نلاحظ أن داوجونز الإسلامي عرف صعودا مستمرا خلال سنة 2017 (المدة المقاسة بالسنة)ليبلغ نسبة 10.99% و كان أكبر من ارتفاع مؤشر داوجونز العالمي (DJGI) الذي بلغ نسبة9.13%،أما خلال سنة 2018 (المدة مقاسة بالفصل أي فصلية) فإن كلا المؤشرين داوجونز الإسلامي و العالمي عانيا من انخفاضات، لكن انخفاضات مؤشر داوجونز الإسلامي أقل من انخفاضات داوجونز العالمي و هذا بسبب ارتفاع نقاط الصكوك الإسلامية المتمثلة في المرابحة خلال 6 أشهر من عام 2018 لتبلغنسبة محدد بالمجال [%0,34-%0,051].

الشكل رقم (05): أداء مؤشر الشريعة (FBMS) خلال فترة (2014-2019).



Source: Malaysia ICM Annual Bulletin, The Malaysian Islamic. Capital Market, Malaysia ,2018,p230.

الجدول رقم (04): أداءمؤشر الشريعة (FBM) خلال الفترة(2017-2018).

الوحدة: بليون رينغيت ماليزي.

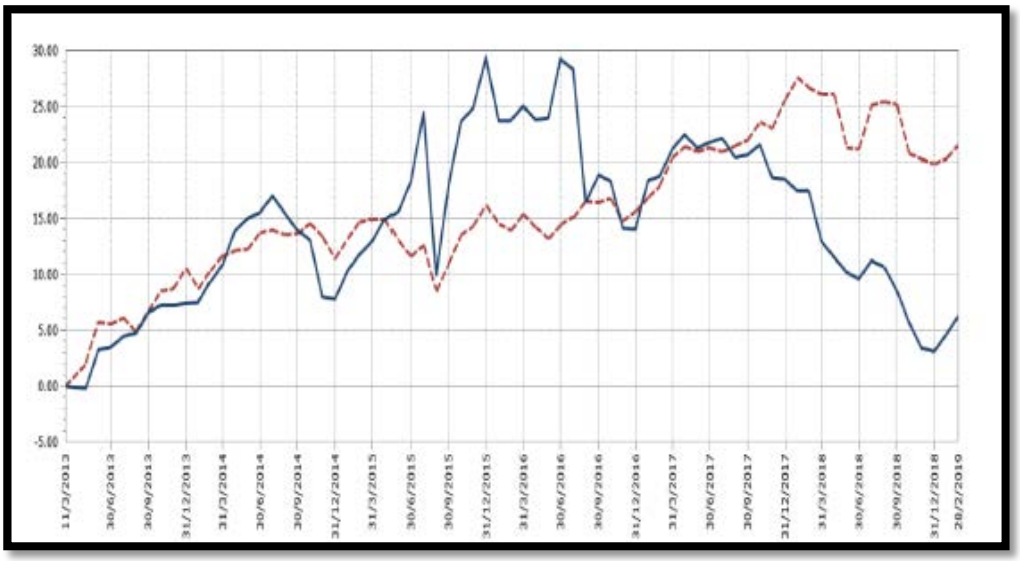
Equity market indices

	end 2018	end 2017	% change
FBM KLCI	1,690.58	1,796.81	-5.91%
FBM EMAS Shariah	11,504.43	13,302.92	-13.52%
FBM Hijrah Shariah	13,110.33	14,528.19	-9.76%
FBM Small Cap Shariah	9,968.29	15,288.03	-34.80%

Source: Malaysia ICM AnnualBulletin, The Malaysian Islamic Capital Market, Malaysia ,2018 ,230. SecuritiesCommission, vol13, N2, July, December 2018, p18.

من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن مؤشر FBMSقد انهى عام 2017 بمستوى عالي وصل إلى 15,288,03 نقطة ليعود و يشهد هبوطا حادا و مستمرا منذ بداية عام 2018 إذا انخفض من مستوى 105,00 (حسب الشكل رقم 05) ليصل إلى أخفض مستوى له في عام 2018 عند النقطة 9.968,29 .

الشكل رقم (06): تطور حركة مؤشرFBMS في بداية 2019.



Source: RHB, DANHA ZEEM, AnnuelReport 2019, p5.

و حسب تقرير (RHB) لعام 2019 فإن مؤشر FBMSبدأ عامه 2019 بقوة أكبر ، فقد ارتفع بنسبة 0,42% في جانفي 2019، و قد شهد مؤشر بورصة ماليزيا للإنشاءات أيضا عائدا ممتازا

(+ 11,79%) في نفس الفترة حيث أن مؤشر FMBSيتعافى من أدنى مستوياته في عام 2018، فكانت القفزات أكبر مؤثرات على المؤشر، حيث في شهر فيفري 2019 أغلق مؤشر FBMSأعلى مستوىخلال 4 أشهر عند 11.3232 نقطة أي 1,68%[1].

ج–مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة):

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب فيها في السوق بالإضافة إلى أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، و من ثم السيولة في الاقتصاد، و يكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق [2]. و في التجربة الماليزية يمكن ملاحظة تطور مؤشر حجم التداول من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية للفترة (2008–2015).

الوحدة بليون رينغيت ماليزي

	السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الصكوك	العدد	47	11	21	44	41	49	47	25
	القيمة	43,2	33,96	40,33	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
	النسبة%	30,90	59,10	63,40	70	68,80	66,93	55,1	40,80
إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف الهيئة الأوراق.	العدد	99	34	52	85	81	88	/	/
	القيمة	140	57,49	63,58	112,33	103,3	148,07	138	138,5

من إعداد الطالبتين إعتمادا على:

Source : Securities Commission Malaysia, Annuel Report (2008,p :6-55) , (2009,p6-51), (2020,p :6-54), (2010, p :6-53), (2012,p :6-53), (2013,p :6-125), (2014,p :6-144), (2015,p :6-169).

من خلال بيانات الجدول يتضح أن حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة) في تذبذب بين الارتفاع و الانخفاض خلال فترة الدراسة حيث كان في بداية فترة 2008 وصل إلى 43,2 بليون رينغيت ماليزي ليرتفع

[1]RHB, DANHA ZEEM, Annual Report 2019, p5.

[2]عبد المجيد فيجل، مرجع سابق، ص 251.

بأضعاف في سنة 2013 إلى 99,13 بليون رينغيت ماليزي ، و هويعكس حجم التداول، و هذا راجع إلى ارتفاع قيمة الصكوك المتداولة خلال نفس الفترة بفضل ما قامت به الحكومة الماليزية من مجهودات في سبيل تشجيع الإقبال على الصكوك في إطار التخطيط لجعل ماليزيا كمركز دولي رائد للتمويل الإسلامي ، بما أنه يمكن ذلك بسهولة و بأقل تكلفة و أقل وقت لتحويل الصكوك الإسلامية إلى سيولة كما أن السوق المالية الماليزية توفر السيولة في الاقتصاد ككل، و لكن رجعت هذه القيمة لتنخفض سنة 2014 و بلغت 76,07 بليون رينغيت ماليزي.[1]

لكن ليعود و يرتفع في سنة 2017 و بقوة ليصل إلى 94,15 بليون رينغيت ماليزي، و رغم ذلك لم يحافظ على ارتفاعه لينخفض سنة 2018 عند المستوى 50,97 بليون رينغيت ماليزي و هذا حسب إحصائيات الجدول الآتي:

الجدول رقم (06): حجم تداول الصكوك خلال الفترة (2017-2018).

الوحدة: بليون رينغيت ماليزي.

Corporate sukuk

Sukuk approved/lodged	2018	2017
Number of sukuk	32	47
Size of sukuk (RM billion)	50.97	94.15
Size of total corporate bonds and sukuk (RM billion)	89.87	187.91
% of sukuk to total corporate bonds and sukuk approved/ lodged	56.72%	50.11%
Total issuance (RM billion) (long term)	**2018**	**2017**
Sukuk issuance	72.68	87.65
Total corporate bonds and sukuk issuances	105.45	124.88
% of sukuk to total corporate bonds and sukuk issuances	68.92%	70.19%
Total sukuk outstanding (RM billion) (long term)	**2018**	**2017**
Sukuk outstanding*	497.21	454.49
Total corporate bonds and sukuk outstanding	654.11	604.88
% of sukuk to total corporate bonds and sukuk outstanding	76.01%	75.14%

Source: Securities Commission ,Annual Report 2018,p164

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 253.

د- مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية:

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة و المعتمدة في أغلب الدراسات المالية، و ي شير إلى سيولة السوق المالية أيضا، و كذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات و المعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الصكوك المتداولة (أحجام التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر و يشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية.[1]

بالنسبة للتجربة الماليزية فقد عرف مؤشر معدل الدوران الصك الإسلامي تطورا ملحوظا خلال فترة (2008-2015).

الجدول رقم (07): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2008-2015).

الوحدة بليون رينغيت ماليزي.

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
قيمة الصكوك المتداولة	43,2	33,96	40,33	78,9	71,1	99,13	76,07	48,33
القيمة السوقية	426,4	637,9	759,1	806	942	1029,62	1012,14	1086,18
قيمة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية%	10,13	5,32	5,31	9,78	7,54	9,62	7,51	4,45

من إعداد الطالبتين اعتمادا على:

Securities Commission (2008,p6 :163),(2009,p6 :164), (2010,p :06,163), (2011,p6 :162), (2012,p6,163), (2013,p6 :164), (2014,p6,164), (2015,p6 ;164).

$$\text{مؤشر معدل دوران الصكوك} = \frac{\text{قيمة الصكوك المتداولة}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100$$

خلال الفترة 2008 إلى غاية 2013 هناك تذبذب شديد و بالتالي يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر معدل دوران الصكوك و بالرغم من ذلك يمكن القول أنه في اتجاه تصاعدي، فقد سجل أعلى معدل

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص 253.

دوران خلال 2008 بمقدار 10,13% و في سنة 2011 بمقدار 9,78% ثم في السنتين 2014 و 2015 اتخذ اتجاه تنازلي و أدنى قيمة له سنة 2015 بمقدار 4,45%، أما حسب معطيات الجدول (06) السابق فإنه يعود ليتعافى سنة 2017 ليقفز إلى مستوى 50,11%، و يظل في اتجاه تصاعدي خلال سنة 2018 فيحقق معدل 56,72%أعلى معدل له على الإطلاق منذ بداية الفترة (2008 إلى غاية 2018)، و هذا راجع لتخطي الدولة الماليزية أزمة الديون العالمية بسبب الرهون العقارية و أيضا بسبب إشاعات عدم الإصدار في تلك الفترة الممتدة بين (2013 إلى غاية 2015).

الفرع الثاني: تطور إصدارات البنوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية:

1-تطور حجم إصدارات الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة خلال الفترة ما بين (2007-2017):

يتم تحليل تطورحجم إصدار السهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من خلال الجدول التالي:

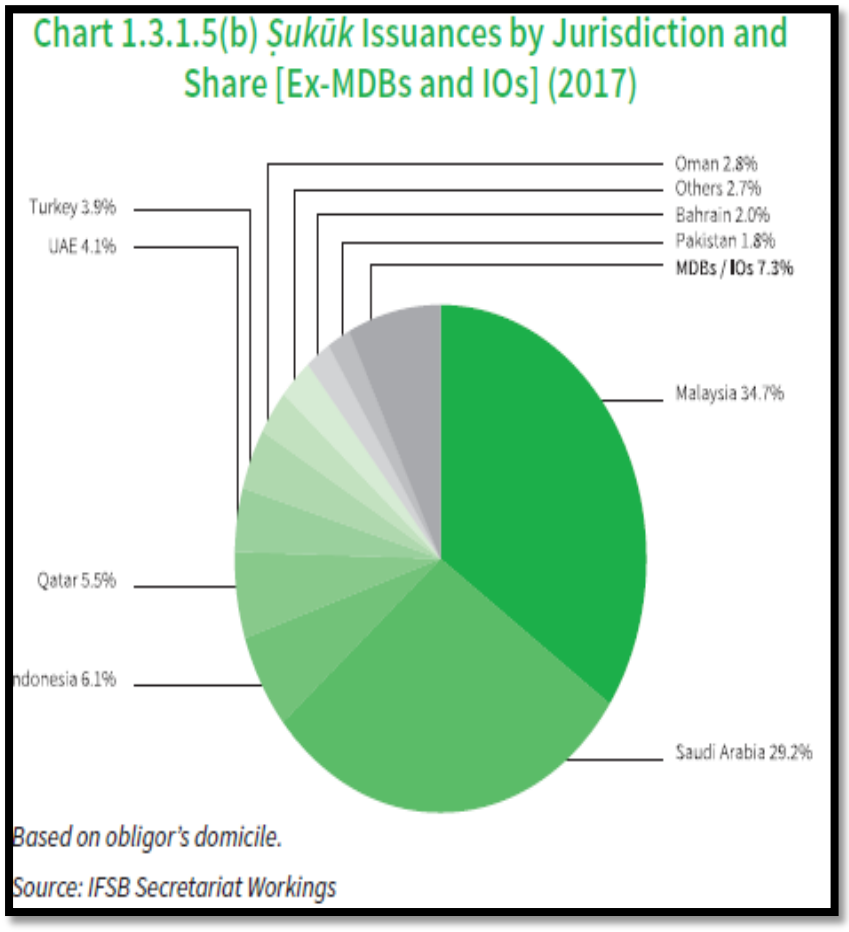
الجدول رقم (08): تطور أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين 2008-2015.

السنوات		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة		855	846	846	839	817	650	673	667
نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة إلى إجمالي الأسهم المدرجة في السوق الماليزي		%87	%88	%88	%89	%88.5	%71.4	%74.3	%73.9
رسملة سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة (بليون رنجيت ماليزي)		426.4	637,90	756,09	806	942,15	1,039,62	1,012,14	1,086,18
رسملة السوق الإجمالي (بليون رنجيت ماليزي)		663.8	999,45	1,275,28	1285	1,465,68	1,702,15	1,651,17	1,694,78
نسبة رسملة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة إلى إجمالي السوق		64.2%	63,83%	59,39%	63%	64.3%	60.5%	61.3%	64.1%

Source Quarterly Bulletin of Mlaysian Islamic Capital Marker. The securities commission 2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014-2015.

من خلال معطيات الجدول نلاحظ أن عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المتواجدة في سوق الأوراق المالية الماليزية في حالة تناقص خلال المدة (2008 إلى غاية 2015) إذ تراجع عددها من 853 سهم إلى 667 سهم و هذا بسبب تغيير المستثمرين اتجاهاتهم و اختيارهمنحو أدوات و منتجات إسلامية أكثر جاذبية من الأسهم و المتمثلة في صناديق الاستثمار الإسلامية و الصكوك الإسلامية، لكن رغم ذلك لم يؤثر على حجمها الذي ارتفع في سنة 2017 يمثل 34,7% من إجمالي الإصدار العالمي، لذلك نوضح أن ماليزيا تحتل المرتبة الأولى عالميا في سيطرتها على حجم إصدار الأسهم الإسلامية على المستوى العالمي و هذا حسب الشكل رقم (07).

الشكل رقم (07): تطور حجم إصدار الأسهم الإسلامية الماليزية عالميا.



Source: Islamic Financial Services Industry", Stability Report,Malaysia, 2015,2017.

2-تطور حجم إصدارات صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة ما بين (2007-2015):

لقد كان للجهات الرقابية الماليزية دورا فعالا و واضحا في توجيه البنوك الإسلامية لتطوير حجم صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2007-2015) التي يوضحها الجدول رقم (09) التالي:

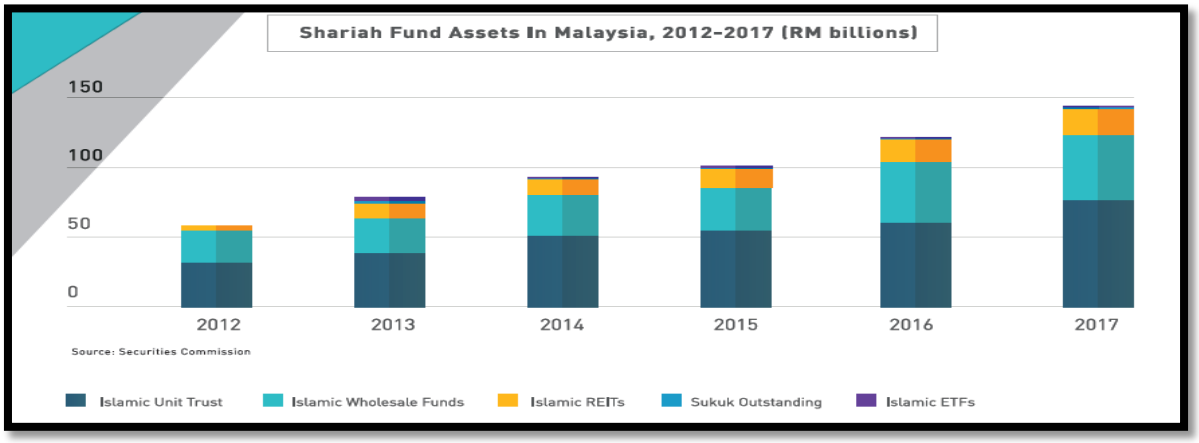
الجدول رقم (09): تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية و صافي قيمتها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة الممتدة ما بين 2008-2015.

السنوات		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
عدد الصناديق الإسلامية		149	150	155	164	169	178	188	193
العدد الإجمالي للصناديق		579	565	584	587	569	595	612	612
صافي قيمة الموجودات للصناديق الإسلامية بليون رنغيت)		17.19	22.08	24.04	27.9	35.36	42.82	46.66	52.12
إجمالي صافي قيمة الموجودات للصناديق		134.40	191.71	226.81	240.5	294.85	335.51	343.02	346.52
نسبة الصناديق الإسلامية إلى إجمالي الصناديق		%12.08	%11.52	%10.6	%11.2	%12.0	%12.8	%13.6	%15

Source Quarterly Bulletin of Mlaysian Islamic Capital Marker. The securities commission 2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014-2015.

نلاحظ من خلال الجدول التطور والنمو المستمر في عدد الصناديق الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة ما بين (2008-2015)،إذارتفع عدد هذه الصناديق من 134 صندوق إسلامي سنة 2008 إلى 193 صندوق عام 2015 و بلغت صافي قيمتها من 16,90 بليون رينغيت ماليزي عام 2008 إلى 52,12 بليون رينغيت ماليزي عام 2015 و بنسبة تتراوح ما بين 10-15% من إجمالي الصناديق في بورصة ماليزيا و هي نسبة معتبرة.

الشكل رقم (08): تطور إصدارات الصناديق الإسلامية خلال الفترة (2012-2017).

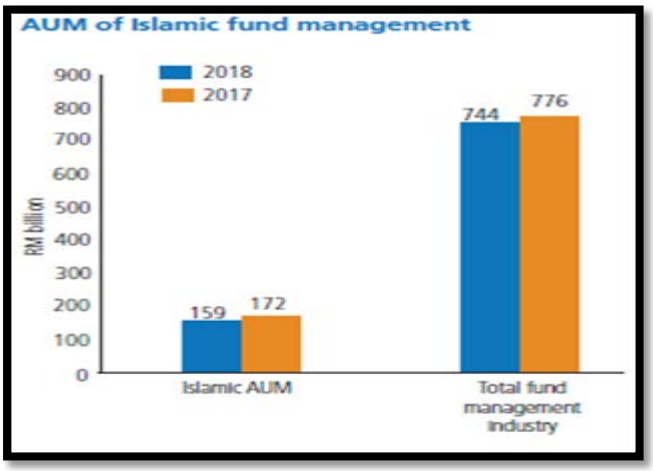


Source :Ziyaad Mahmoud, Shamsher Mohamed, Malaysia's Pontantial As A Global Hub For Islamic Fund Administration: Challanges Prospects And Solutions, CIAWM, Malaysia, 2018,p7.

نلاحظمنالشكلرقم (08) أنعام 2017

هوعاماالاتساعوالانتعاشللسوقمنخلالتطورحجمإصدارالصناديقالإسلامية.

الشكل رقم (09): تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة (2017-2018).



Source Malaysia ICM , Securities Commissions, Report, Vol 13, N02, Malaysia ,July- December 2018,p15.

لكن حسب الشكل رقم (09) نلاحظ أن عدد الصناديق انخفض من 776صندوق في عام 2017 إلى 774صندوق في عام 2018 ، و بلغت صافي قيمتها عام 2017 إلى 172 بليون رينغيت ماليزي لتنخفض إلى 159 بليون رينغيت ماليزي في عام 2018، أي انخفاض بنسبة 7,74% إذ نقول أنه أكبر

انتعاش للسوق المالي الإسلامي الماليزي رغم وجود بعض المطبات الطفيفة التي يمكن لهذه السوق التغلب عليها بسبب قوة بنوكها الإسلامية و التي تعكسها جودة منتجاتها الإسلامية المتداولة من قبل المستثمرين.

3-تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة للفترة(2010-2018):

نوضح ذلك التطور من خلال معطيات الجدول التالي:

الجدول رقم (10): عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا (2010-2018).

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا و المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.	846	839	817	650	673	673	671	381	387
العدد الإجمالي للشركات المدرجة.	961	946	923	911	906	903	904	905	915
نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى نسبة العدد الكلي%	88	89	89	71	74,28	73,86	74,22	42,09	42,29

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعطيات التالية:

Source : Securities commission Malaysia, Annuel Reports (2010,p6-56), (2011,p6-55), (2012,p6-63), (2013,p6-135), (2014,p6-146), (2015,p6-171), (2016,p5-199), (2018,p5-168).

4-تطور حجم الإصدارات الصكوك الإسلامية في السوق المالية الإسلامية الماليزية:

يزخر سوق الصكوك الماليزي بأنواع متعددة و مختلفة من الصكوك باختلاف العقد الذي تم إصدارها على أساسه، التنوع يؤدي من دون شك إلى تعميق السوق و زيادة حجم نشاطه و سرعة ديناميكيته، و يصحب هذا التنوع في الصكوك تنوعا في تخصيص الموارد المالية إلى قطاعات مختلفة تخدم و تدعم مشاريع البنى التحتية. و لقد أكد تقرير نشرته صحيفة بيزنس تايمز « Business Times » الماليزية أن ماليزيا تبذل جهودا كبيرة و تقدم إعفاءات جمركية ،لتحافظ على موقعها كمركز عالمي للتمويل الإسلامي الذي يحتوي على

أكبر سوق عالمية للصكوك الإسلامية، وتفعيل البنوك الإسلامية التي تتيحعقودا متنوعة منها المرابحة، المشاركة، الإجارة، الوكالة، السلم، الكفالة والإستصناع. [1] و بذلك سوف نتطرق لتحليل تطور إصدار الأنواع السابق ذكرها من الصكوك الإسلامية إذ واصلت ماليزيا هيمنتها على سوق الصكوك في عام 2016 فإجمالي الإصدار بلغ عدد الصكوك ما قيمته 129,45 مليار رينغيت ماليزي و تم إصدار 32 نوع من الصكوك و بذلك ارتفعت صكوك الشركات القائمة بنسبة 8,9% تبلغ 393,5 مليار رينغيت الموزعة على أنواع الصكوك كما يلي:

أ- صكوك المرابحة:

الجدول رقم (11) : تطور صكوك المرابحة خلال الفترة (2011-2016).

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	10.10	109.31	47.38	109.81	113.56	119.39

Securities Commission OfMalaysia,AnnualReports 2015-2016.p15.

من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع تدريجي تصاعدي في إصدار صكوك المرابحة و ذلك خلال الفترة 2011-2012 إذ وصل حجم الإصدار سنة 2012 بالتقريب إلى 110 مليار رينغيت ماليزي، و هذا بسبب سهولة إصدار هذا النوع من الصكوك و قبول تداولها من طرف المستثمرين بماليزيا، لتتراجع سنة 2013 إلى 47.38 مليار رينغيت ماليزي. و ذلك تزامنا مع زيادة إصدار الصكوك المشاركة التي سنراها لاحقا، ثم تعود لترتفع من جديد خلال سنة 2014، 2015 و 2016 على التوالي لتفوق قيمة 119,39 مليار رينغيت ماليزي، و ذلك باعتبارها مصدر أساسي في كثير من النشاطات الاستثمارية الجديدة ضمن برامج البنى التحتية.

[1] محمود العدم. مرجع سابق، ص2.

ب- صكوك المشاركة:

الجدول رقم(12) تطور صكوك المشاركة خلال الفترة (2011-2016)

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	14.60	16.46	5.92	1.80	12.75	11.49

Securities Commission Of Malaysia,AnnualReports 2015.2016,p17.

يوضح الجدول رقم (12) أن هناك تذبذب و عدم اتخاذاتجاه واضح في الإصدار لهذه الصكوك حيث سنة 2012 وصلت ذروتها بقيمة 16,46 مليار رينغيت ماليزيلتنخفض إلى أقل مستوى لها في عام 2014 بحوالي 1,80 مليار رينغيت ماليزي ثم تقفز إلى 12,75 مليار رينغيت ماليزي في عام 2015، و يتواصل التذبذب هبوطا لتسجلانخفاض لها سنة 2016 لتصل إلى 11,49 مليار رينغيت ماليزي و خلال هذه الفترة تم الاعتماد على صيغة المرابحة بنسبة كبيرة كماسلف ذكرها.

ج- صكوك الإجارة:

الجدول رقم (13) :تطور صكوك الإجارة خلال الفترة (2011-2016)

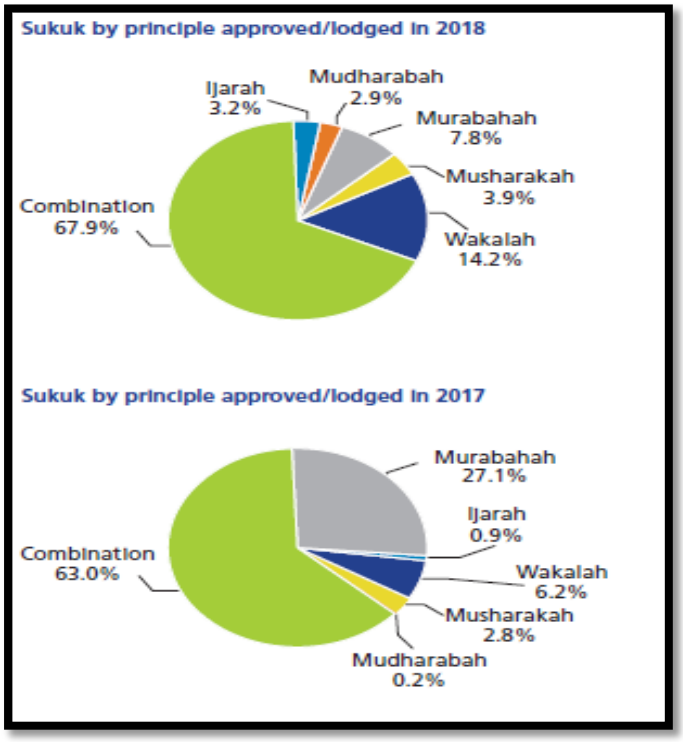
السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مليار رنجيت ماليزي	19.54	20.01	44.42	11.63	19.27	28.08

Securities Commission OfMalaysia Annual Reports 2015-2016.p19.

نلاحظ من خلال معطيات هذا الجدول أن إصدار صكوك الإجارة شهدتطورا تصاعديا و بشكل مستمر منذ بداية سنة 2011 إذ بلغت قيمتها حوالي 19,54 مليار رينغيت ماليزي ، و في سنة 2013 وصلت إلى أوج ذروتها عند القيمة 44,42 مليار رينغيت ماليزي و هذا راجع إلى زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين الماليزيين و انجذابهم نحو هذاالنوع، و خلال الفترة 2014 عرفت انخفاضا شبه حاد لتصل إلى 11،63 مليار رينغيت ماليزي و هذا بسبب هيمنة و سيطرة صكوك المرابحة على السوق كما رأينا سابقا،

لتعود و ترتفع ارتفاعا لا بأس به سنة 2015 حوالي 19,27 مليار رينغيت ماليزي و تنهي سنة 2016 بقيمة 28,08 مليار رينغيت ماليزي، و هذا بسبب مزاحمتها من قبل صكوك المشاركة و المرابحة في السوق.

الشكل رقم (10): سيطرة صكوك المرابحة على السوق رأس المال الإسلامي الماليزي 2017 و تراجعها سنة 2018



Source: Malaysia ICM Annual Bulletin, op,cit,p19.

من خلال الشكل رقم (10) نلاحظ أن صكوك المرابحة لازالت تسيطر على نسبة الصكوك الأكثرتداولا في ماليزيا و ذلك بنسبة 27,1%سنة 2017 لتتراجع كثيرا سنة 2018 و تصل إلى 7,8% بسبب ارتفاع قيمة الوكالة إلى 14,2% بالمقابل.

يمكن توضيح إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا و ذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2016 إلى السداسي الأول من سنة 2017 كما هو موضح في الجدول رقم (14) أدناه.

الجدول رقم(14): عدد صكوك الشركات المعتمدة في ماليزيا خلال الفترة 2016-2017

الوحدة: مليار رينغيت ماليزي.

صكوك الشركات المعتمدة	السداسي الأول 2016	السداسي الأول 2017
عدد الصكوك	19	21
حجم الصكوك مليار رنجيت ماليزي	33.85	24.93
حجم إجمالي السندات الموافقة مليار رنجيت ماليزي	47.37	36.51
النسبة المئوية من حجم الصكوك على إجمالي السندات المعتمدة	%68.06	%62.73
حجم الصكوك الصادرة	137.43	72.81
حجم إجمالي السندات الصادرة	238.14	119.82
النسبة المئوية من الصكوك الصادرة من مجموع السندات الصادرة	%58.92	"54.77

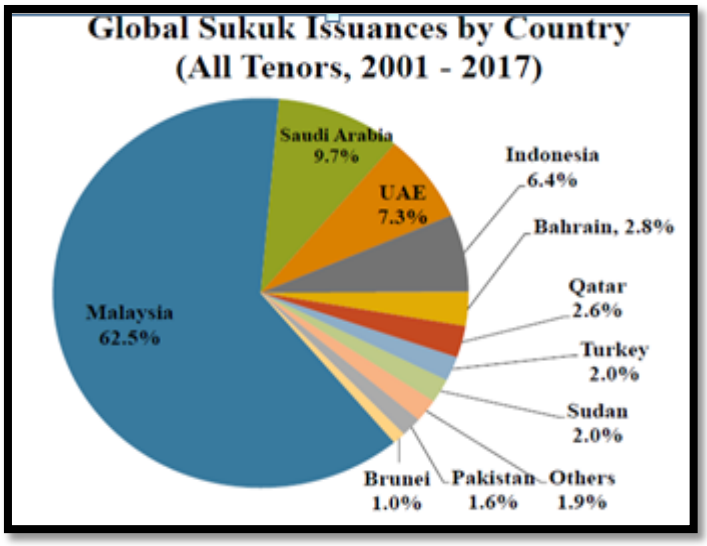
المصدر: http://www.sc.com.my اطلع عليه 2019-05-25

من خلال الجدول يتضح أن عدد الصكوك التي تم اعتمادها خلال السداسي الأول من سنة 2016 كانت 19 لترتفع في السداسي الأول من سنة 2017 إلى 21 صك، لكن هذا الارتفاع صاحبه انخفاض في حجم الصكوك من 33,85 مليار رينغيت ماليزي إلى 24,93 مليار رينغيت ماليزي، كما أن هناك انخفاض في حجم الصكوك مقابل السندات، و قد انخفض عدد الصكوك الصادرة بحوالي 70 مليار رينغيت ماليزي، و هذا راجع إلى القرار الذي اتخذه البنك المركزي الماليزي بوقف إصدار الصكوك لأن مجموعة واسعة من المستثمرين هم الذين اشتروا هذه الصكوك، مما حال دون وصول البنك إلى الجهات التي يستهدفها و هي البنوك الإسلامية الماليزية بشكل خاص و نتيجة لذلك قام البنك باتخاذ قرار آخر و هو استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك.[1]

[1] بوخاري فاطنة، مرجع سابق ، ص 68.

5 -ترتيب الدول المصدرة للصكوك الإسلامية في آسيا خلال الفترة (2001-2017).

الشكل (11): الإصدار العالمي للصكوك حسب الدول بين الفترتين (2001-2017).



Source A Comprehensive Of The Global Sukuk, IIFM Sukuk Report 7th Ed ,2018, p150.

الجدول (15):الإصدار الآسيوي الإقليمي للصكوك بين الفترتين (جانفي 2001-ديسمبر 2017).

Regional Break-up of GLOBAL *Sukuk* Issuances (Jan2001-Dec2017)

السوق المالية الإسلامية الدولية
International Islamic Financial Market

ASIA & FAR EAST	Number of Issues	Amount USD Millions	% of Total Value
Bangladesh	4	37	0.004%
Brunei Darussalam	149	9,583	0.98%
China	1	97	0.01%
Hong Kong	5	3,196	0.33%
Indonesia	244	62,816	6.41%
Iran	1	144	0.01%
Japan	3	190	0.02%
Malaysia	5,711	612,305	62.53%
Maldives	1	3	0.0003%
Pakistan	83	15,930	1.63%
Singapore	16	1,498	0.15%
Sri Lanka	1	3	0.0003%
Total	**6,219**	**705,802**	**72.1%**
GCC & MIDDLE EAST	**Number of Issues**	**Amount USD Millions**	**% of Total Value**
Bahrain	392	27,720	2.83%
Jordan	3	272	0.03%
Kuwait	18	3,658	0.37%
Oman	7	3,523	0.36%
Qatar	30	25,851	2.64%
Saudi Arabia	122	95,215	9.72%
United Arab Emirates	110	71,895	7.34%
Yemen	2	253	0.03%
Total	**684**	**228,387**	**23.3%**

Source: IIFM *Sukuk* Database

Source:Snapshot Of Islamic Finance In Malaysia Global Islamic FinanceReport , Dubai Islamic Bank, 2018, p 164.

يبين لنا الشكل رقم (11)و الجدول رقم (15) أن ماليزيا تحتل الصدارة بنسبة 62,5% من الإصدار العالمي للصكوك الإسلامية، تليها المملكة السعودية بنسبة 9,7% و اندونيسيا بنسبة 6,4%، و تعتبر ماليزيا رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية فهي تمتلك أكبر سوق للتمويل الإسلامي الذي من أجل تطويره اتبعت استراتيجيات من قبل الحكومة الماليزية لكي تجعل البورصة الماليزية أكثر انفتاحا. و لذلك ركزت على إنتاج أدوات تمويلية إسلامية جاذبة للاستثمارات المحلية و الأجنبية على حد سواء.

المطلب الثالث : تقييم التجربة الماليزية في تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية عن طريق أدوات التمويلالإسلامي.

لقدتناولنا دراسة تجربة رأس المال الإسلامي في ماليزيا و تعرفنا على أدواته و نخص بالذكر الصكوك الإسلامية سنحاول من خلال هذا المطلب تقييم هذه التجربة من ناحية خصائصها و كذا نقاط ضعفها و قوتها و جوانب إيجابية و سلبية التي تميزها.

الفرع الأول: الخصائص المميزة للتجربة الماليزية:

1 –خصائص القطاع المصرفي الماليزي:

امتلكت ماليزيا قطاعا مصرفيا مميزا بمساهمة من الحكومة و كانت له مميزات نوجزها فيما يلي[1]:

أ–الريادة في إقامة أول سوق نقدي إسلامي: يعد لماليزيا فضل الريادة في الإقدام على إقامة أول سوق نقدي إسلامي.

ب–الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي: فالنظام المصرفي الإسلامي قام في ماليزيا بناء على مبادرة من الدولة، و هي التي كانت تمتلك –مع الحكومة المحلية– أسهم أول بنك إسلامي تم إنشاؤه في عام 1983م (بنك إسلام ماليزيا BIM) قبل أن تطرح أسهمه للتداول في عام 1992م.

ج–الحرفية المصرفية في تنظيم العمل المصرفي الإسلامي: توضح التجربة الماليزية ضرورة التعامل مع قضية العمل المصرفي الإسلامي باعتبارها قضية شرعية و مصرفية في آن واحد و ليس باعتبارها قضية سياسية على

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق ، ص 261.

غرار ما حدث في باكستان، إيران، و السودان.فإلى جانب الناحية الشرعية نجد أن " الفكر المصرفي" كان هو الحاكم لكافة الخطوات التنظيمية لمسيرة العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا.

د–ازدواجية النظام المالي: تعتبر التجربة الماليزية خاصة من حيث ازدواجية نظامها المالي، و هي يمكن أن تعطي مثالا يحتذى به لمعظم الدول الإسلامية التي تحوي نظاما ماليا مزدوجا، كما تعطي أحسن مثال عن إمكانية تعايش المصرفية الإسلامية و المصرفية التقليدية ضمن نفس النظام المالي.

وايضا:[1]

هـ–من حيثالهيكل التنظيمي نجده في ماليزيا تقريبا متكاملا و مكتمل مقارنة مع الدول الإسلامية الأخرى و كل ذلك قد تحقق عبر الخبرات و المهارات التي اكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية و الصيرفة الإسلامية و أسواق المال الإسلامية.

و–مساهمة جميع الأطراف في نجاح العمل المصرفي الإسلامي و يتضح ذلك من خلال:

*مساهمة فاعلة من طرف الدولة في إنجاح العمل المالي الإسلامي من خلال إصدار السندات الحكومية، و توفير الدعم اللازم لها.

*مساهمة فاعلة جدا للسلطات النقدية في نجاح العمل المالي الإسلامي بإتاحة الفرصة واسعة له، من خلال خضوعه لقوانين خاصة غير تلك التي تسير النظام التقليدي.

2 –خصائص سوقرأس المال الإسلامي الماليزي:

عملت ماليزيا على تطوير سوق رأس المال الإسلامي، حيث أصبحت محل دراسة و اهتمام من مختلف الاقتصاديين على مستوى العالم و من هذه المميزات:

أ– الريادة في إصدار الصكوك الإسلامية: تعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية اذ أصدرت العديد منها لتمويل البنى التحتية للدولة و الشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة بالأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات و المراكز التي تخدم هذه الصناعة.

[1] عبد الكريم قندوز، مرجع سابق، ص213

ب– العالمية: حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى الأسواق المالية الخارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى15%. تعتبر ماليزيا من أوائل و كبار الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي وتحوي نظام الإعفاءات الضريبية الذي جعلالبورصة الماليزية وجهة مفضلة لإدراج الصكوك الإسلامية المحلية و الدولية.[1]

لدى ماليزيا أولوية عميقة و سوق ثانوية نشطة، و نظام تسوية فعال.

ج–توفر السوق على عدد كبير من المتعاملين النشطين: ذلك أن توفر السوق المالية على عدد كبير من المتعاملين النشطين يعطي متنفسا للبنوك الإسلامية، و يقوي من كفاءة السوق المالية لاسيما السوق الثانوية (سوق التداول)، و البنك المركزي الماليزي و حرصا منه على استيعاب عدد كبير من المشاركين في هذه السوق المالية رخص ل 11 بنكا إسلاميا محليا و 6 بنوك إسلامية أجنبية خالصة، كما رخص ل 9 نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية محلية و نافذتين لبنوك أجنبية، و قد نشطت هذه الخطوة المصرفية الإسلامية، و جذبت إليها متعاملين مسلمين و غير مسلمين.

د–تنويع و تطوير الأدوات المالية: يعد تنويع و تطوير الأدواتالمالية عاملا مهما في إدارة السيولة، و مواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع و نسبة نموها التي تجاوزت في بعض الدول الإسلامية 50%، و قد حرصت ماليزيا على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة من المنتجات المالية التي صممت أساسا لتسهيل إدارة السيولة بين المصارف الإسلامية.

هـ–**ضمان شفافية السوق:** و لضمانها قام البنك المركزي الماليزيبتأسيس موقع لسوق النقد بين المصارف الإسلامية، كما وضع نظاما متكاملا و آلية فعالة للعرض و التسويات المالية و نشر المعلومات من خلال هذا الموقع، و قد وضع أيضا قيد العمل، منذ 1996م نظاما آليا شاملا للإصدارات و المناقصات يضمن الشفافية الكاملة لعمليات الإصدار و التداول.

– خصائص أخرى: نذكر منها[2]:

[1] حكيم براضية، التصكيك و دوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجيستير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تخصص محاسبة مالية، جامعة شلف، 2010-2011.

[2] عبد الحميد فيجل، مرجعسابق، ص 262.

– النجاح بين الترويج للمنتجات الإسلامية مثل الصكوك، و اعتبارهاسفير فوق العادة عن التمويل الإسلامي في الغرب.

–النجاح في إقامة الإطارلقانوني و التشريعي و الإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق و إدارتها و قد نجحت فيه فعلا، و كذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالميا.

– تتميز سوق رأس المال الإسلامي بالاستقرار مقارنة مع السوق المالي التقليدي، حيث تنوعت بها الصكوك القائمة على المشاركة، الإجارة، البيع الآجل، المضاربة و المرابحة.

الفرع الثاني: الاعتراضات و المآخذ على التجربة الماليزية.

بالرغم مما تميزت به التجربة الماليزية من خصائص فريدة و مميزة إلا أنه تتخللها بعض نقاط الضعف و السلبيات و التي يمكن إيجازها فيما يلي:

1 –**إشكالية تعميم النموذج الماليزي في الصناعة المالية الإسلامية:**

قد يثور التساؤل حول إمكانية تعميم "النموذج الماليزي" في الصناعة المالية و المصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يثور فيها اعتراض الفقه الغالب على الأسس و المبادئالشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للصناعة المالية و المصرفية الإسلامية في ماليزيا. فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين، و هي قضية كما أشرنا فيها سبق تمثل نقطة خلاف كبير بين الفقهاء.[1]

2 –**إشكالية التنافس بين الصكوك الإسلاميةو السندات التقليدية:**

قد تؤدي هذه المنافسة في زيادة حجم عدد و قيمة الإصداراتبين الصكوك و السندات إلى إهمال الجانب الشرعي كنتيجة للمنافسة و بالتالي الاهتمام بالجانب الكمي لا بالجانب الشرعي و النوعي.

3 –إصدار و تداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، لأنه يشمل على بيع الدين و الذي حرمه جمهور العلماء كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا،

[1] عبد الحميد فيجل، مرجع سابق، ص264.

أيضا صكوك البيع بالثمن الآجل و صكوك المرابحة لأنهاتقوم على أساس تطبيق بيع العينة و الذي أجمع الفقهاء على تحريمه.[1]

4 -إشكالية تطبيق المشتقات في الصناعة المالية الإسلامية:

مازال النقاش و الجدل حول جواز و عدم جواز المشتقات الإسلامية غير أن ماليزيا تطبق المشتقات الإسلامية على المؤشرات و العملات في إدارة المخاطر بعد موافقة الهيئة الشرعية الإسلامية على ذلك.[2]

[1] حكيم براضية، مرجع سابق، ص 165.

[2] ساسية جدي، مرجع سابق، ص 209.

خاتمة الفصل الثالث:

منذ تأسيس التمويل الإسلامي في ماليزيا لأكثر من 30 عاما، تطور التمويل الإسلامي الماليزي بمتانة الإطار التنظيمي و الرقابي و الشرعي و القانوني، و سوق أولية عميقة مع سوق ثانوية نشطة للصكوك، و تنوع الممارسين فيها، قاعدة المواهب ذات القدرات، ابتكار المنتجات،اتساع و عمق في وجود نظام فعال للمقاصة متعددة العملات و التسوية. تخدم هذا السوق مجموعة متكاملة و مكملة فيما بينها من ناحية الوظائف ضمن هيكل يضم كل من البنك المركزي، البنوك الإسلامية و هيئات التنظيمية و المؤسسات الحكومية.

لأنه يوجد سوق مالي إسلامي سوف يزيد من امتلاك البنوك الإسلامية أدوات إسلامية مبتكرة تمكنها من استقطاب موارد الأموال و من ثم استثمارها الذي يعود بتفعيل و تنشيط الأسواق المالية الإسلامية فهي علاقة تكاملية عكسية بين البنوك الإسلامية و أسواق الأوراق المالية الإسلامية،التي جعلت التجربة الماليزية في إنشاء سوق رأس المال الإسلامي و تطويره من التجارب الرائدة التي من خلالها استطاعت ماليزيا التربع على عرش السوق المالية الإسلامية محليا و عالميا.

خاتمة عامة:

تلعبالأسواق المالية بصفة عامة و أسواق رأس المال على وجه الخصوص دوراكبيرا في الاقتصاديات المعاصرة، فهي تضمن مزايا عديدة،إذ تعد منفذا للتمويل لأي اقتصاد من خلال توفير السيولة للمستثمرين بتسييل الأوراق المالية و تقليل مخاطر الاستثماربتوفير الضمانات اللازمة و تسهيل ابتكار أدوات مالية ، و التي تكون أكثرأهمية عندما تتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية لكونها أكثر عدالة و عمقا و أوسع تعاملا، فتتجه إليها مدخرات الأفراد و المؤسسات وهو الدور الذي تسعى إلى تحقيقه كل البنوك، فهي بذلك تعطي الحركية لهذه السوق مما يزيد من عمقها،كفاءتها و نشاطها.

أحدث التمويل الإسلامي فرقا حقيقيا في الاقتصاد العالمي و الإسلامي على حد سواءمن خلال توفير الحماية و الاستقرار للمستثمر والاستثما ر،فقد أصبح التطوير و الابتكار في الأوراق المالية الإسلامية ضرورة حتمية خاصة في ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات، إلى جانب التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي و المتوافق مع المعاملات المالية الإسلامية التي تستبعد الربا و الغرر كمصدر للخطر خاصة بعد الأزمة المالية 2008،و التي كشفت مدى هشاشة الاقتصاد الرأسمالي الربوي الذي دفع بالدول الإسلامية و غير الإسلامية إلى الاتجاه نحو الاستثمار في أدوات التمويل الإسلاميإصدارا و تداولا،ولإنجاح ذلك سخرت الحكومات كل الإمكانيات المادية، البشرية،و القانونية لدعم البنوك و المؤسسات المالية في استحداث أدوات جديدة، متطورة و متنوعة خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية .

أظهرت التجربة الماليزية باعتبارها الرائدة في هذا المجال من حيث الإصدار،التداول و الابتكارأن النموذج الماليزي المالي و المصرفي المزدوج (تقليدي و إسلامي) له هيكل متين و متكامل يتميز بالتوازن، وبتسليط الضوء على أدوات التمويل الإسلامي التي استقطبت العديد من المستثمرين و هذا لتميزهابخصائص و ضوابط أقرتها هيئةالرقابة الشرعية للأوراق المالية الماليزية جعلتها تنفرد عن باقي الأوراق الأخرى و أوسع انتشارا محليا و أكثر قبولا دوليا. إذ تعتبر كأداة تفعيل وورقة رابحةفي يد البنوك المصدرة لها لكون هذه البنوك ذات تأثير رقابي على حركية،عمق و نشاط سوق الأوراق المالية.

ومن خلال دراستنا للموضوع يمكن اختبار فرضيات هذا البحث و ذلك على النحو التالي:

- **الفرضية الاولى:**

"يعتمد تفعيل الأسواق المالية على تطور جانبي العرض و الطلب "، والتي أثبتنا صحتها من خلال دراستنا إذ سمح وجود أسواق الأوراق المالية بتسيير تدفق الأموال من الفئات ذات الفائض إلى الفئات التي تعاني عجزا ماليا.و ذلك وفق شروط و إجراءات تنظيمية محكمة،ساهمت إلى حد كبير في سهولة تعاملاتها في مختلف أقسامها، بواسطة عديد من أدواتها المالية المصدرة و المتداولة فيها، و مما زاد من أهميتها توفير الأطر و اللوائح الخاضعة لمعايير معينة و خاصة التي تقوم عليها السوق، حتى تجعل المعلومة متاحة مما يضفي على هذه السوق صفة الكفاءة مع توفر شروط تعمل على جعلها ذات فعالية،حيث سوق الأوراق المالية ما كانت لتقوم بوظائفها من حشد المدخرات و توجيهها نحو المشاريع التنموية المختلفة في غياب قنوات اتصال فعالة مهيكلة، منظمة،و توجيهية لعمليات العرض و الطلب .

- **الفرضية الثانية:**

"هناك علاقة تكاملية بين البنوك و الأسواق المالية" ، ومن خلال تناولنا للموضوع ثبتت صحة الفرضية إذ يؤدي الجهاز المصرفي دورا حيويا في النشاط الاقتصادي المحلي و العالم ي،حيث يمثل الجهاز العصبي لأي نظام اقتصادي . و تتضح أهمية ذلك من خلال الدور الحيوي الذي تلعبه البنوك في الوقت الحاضر داخل الأسواق المالية سواءإن كانت مركزية أو تجارية أو إسلاميةأو غيرها ، فهي لم تعد مجرد خزائن لودائع الأفراد بل أصبحت تقوم بدور فعال في ابتكار و تطوير أدوات تمويل جديدة و قدرتها على التحكم في المعروض منها، من خلال تفعيل و تنشيط الأسواق المالية و دعمها .كما تعد الأسواق المالية المكان المناسب الذي تحتاجه البنوك للترويج لمنتجاتها من أدوات التمويل باعتبار هذه الأسواق كمنصات التداول حيث يزداد الطلب على المنتجات الأكثر انتشارا مما يزيد بالضرورة عرضها فيؤدي ذلك إلى رفع قدرة البنوك على الابتكار و الإصدار و هذا ما يعكس العلاقة التكاملية بين البنوك و الأسواق المالية .

- **الفرضية الثالثة:**

"أسهمت البنوك الماليزية من خلال الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد مجموعة كبيرة من الأدوات التي تؤدي إلى تنشيط السوق المالي الماليزي"، ومن خلال تناولنا للبحث توصلنا إلى صحة الفرضية ، حيث

إن بيئة التمويل الإسلامي في ماليزيا نابضة بالحياة مع مجموعة متنوعة من العوامل المضطلعة بالصناعة و التي تشمل القانونية ،التكنولوجية ،شركات التصنيف ، المتعاملين ،و على رأسهم البنوك الإسلامية.إذ تميزت البنوك الماليزية في إصدار أدوات تمويل إسلامية بنجاح كبير خلال السنوات ا لأخيرة ،و بذلك أوصل بلا ريب بأن تكون ماليزيا رائدا للمالية الإسلامية و إنشاؤها سوقا للأوراق المالية الإ سلامية حيث يتم إصدارها و تداولها،فكان له الدور الفعال و البارز في تنشيط و تفعيل سوق ا لأوراق المالية الماليزية إصدارا، تداولا و عمقا.

نتائج البحث:

من خلال تطرقنا لهذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج منها ما يتعلق بالدراسة النظرية و منها ما يتعلق بالدراسة التطبيقية و هيكالآتي:

-من أهمأقسام السوق المالية نجد سوق الأوراق المالية ، وهو ذلك السوق المنظم أين يتم فيه شراء و بيع الأوراق المالية من قبل العارضين و الطالبين في وجود وسطاء رسميين ، لها خصائص تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، ووظائف مهمة في الاقتصاد كتسيير عملية تداول الأوراق المالية بتنشيط عملي للاستثمار و توفير السيولة اللازمة مع حماية المستثمرين من المخاطر المختلفة.

- إن تداول و تسييل أوراق مالية تتميز بالفعالية و الكفاءة،يوجب توفر مجموعة من الشروط نذكر منها وجود الحرية و الاستقراريةفيالأسواق المالية معوجود مؤسسات مالية وسيطة متخصصة في أمورها،وكذلك توفرالإطار القانوني و لوائح تنظم حسن سير العمل فيها ،بالإضافة لوجود السرعة ، الدقة،الصحة، الشفافية، الأمانة، و الانضباط في إجراء العمليات فيها فيساهم في توفير المناخ الاستثماري الملائم. كما أن الإفصاح المالي و إشهار المعلومات الذي يعد بمثابة الروح لأي سوق مالية ، و في وجود نظام فعال للاتصالاتإذ يوجد الكفاءة المرجوة لهذه السوق.

- البنك المركزي له دور رئيسي في إدارة جهاز الأسواق المالية من خلال توفير الضمان و الاستقراريةللأصول المالية المتداولة فيها عن طريق عمليات السوق المفتوحة ، مع الإشراف و مراقبة المنافسة بين البنوك داخل

الأسواق المالية ،كما يقوم بتطوير ترتيبات التي من شأنها أن ترفع من كفاءة و استقرار هذه الأسواق وجعلها أسواقا ذكية .

– إن للبنوك التجارية وظيفة تمويلية ذات كفاءة و قدرة عالية، إذ يجب عليها أن تسعى تخطيطا و تنفيذا لحشد و استقطاب الموارد المالية اللازمة للعمليات التمويلية داخل الأسواق المالية ، إذ تطور العمل البنكي من النشاط التقليدي للبنوك و انتقالها من عمليات الإيداع و الائتمانإلى إدارة و إصدارأدوات تمويلية متطورة خاضعة لأحكام الشريعة الإسلامية و التي من شأنها جعل البنوك تساهم في تنمية الأسواق المالية و رفع كفاءتها و زيادة عمقها.

– إن التنامي المتسارع للبنوك الإسلامية من خلال القيام بضمان الاكتتاب و تغطيته، و إدارته، والإصدار مع الترويج للأوراق المالية الإسلامية، بحيث تتولى البنوك الإسلامية وظيفة صانع السوق مما يستحق أن تكون آلة لتفعيل أنشطة السوق المالي.

أما فيما يخص نتائج البحث المتعلقة بالدراسة التطبيقية:

تناول البحث في الجانب التطبيقي دور البنوك في تنشيط و تحقيق كفاءة السوق المالي الماليزي بواسطة أدوات التمويل الإسلامي،وقد تبين من خلال هذه الدراسة جملة من النتائج المتمثلة فيمايلي:

– تضم البورصة الماليزية عدة أقسام منها الملكية، و يتداول فيها الأسهم باختلافأنواعها، و سوق السندات، و كذا سوق الأوراق المالية الإسلامية التي تتداول فيها الأدوات المالية الإسلامية منها الأسهم الشرعية ، و صناديق الاستثمار الإسلامية، و أيضا الصكوك الإسلامية.

–توجد في سوق الأوراق المالية الماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة و تطوير الأدوات المالية في السوق تتمثل في هيئة الأوراق المالية الماليزية و اللجنة الاستشارية الشرعية ، التي أوكل إليها مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية، و استشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار و تداول أدوات التمويل الإسلامي.

–ريادة ماليزيا محليا وعالميا من ناحية الإصدار، التداول، و التنظيم لمختلف أدوات التمويل الإسلامي خاصة من جانب الصكوك بمختلف أنواعها و هياكلها ، و بحسب القيمة الإجمالية و بحسب العملة المحلية و العملات الأجنبية ، و كذا عددها في ظل وجود سوق كفء و خصب يتم فيها إصدارها و تداولها.

-تفاوت نسب إصدار الصكوك بحسب نوعها و جاذبيتها فقد كان التركيز أولا على صكوك المرابحة و الإستصناع في أوائل العقد الماضي ، و هذا لتشجيع التعامل بالصكوك ، و في فترة رواج التعامل بالصكوك ، ظهرت صكوك المشاركة و المضاربة مع الإجارة ، و هذا بسبب وجود قبول عام من قبل المستثمرين المحليين و الأجانب مما زاد من إصدارها و تداولها بشكل كبير و ملحوظ.

-كانلإجماليي الإصدار للصكوك الإسلامية بصفة خاصة و باقي أدوات التمويل الإسلامية الأخرى بصفة عامة دورا إيجابيا في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، و ذلك لما تمثله من قيمة كبيرة فيتم إصدارها و تداولها من طرف القطاع الاقتصادي العام و الخاص.

-توجد علاقة ارتباطية وثيقة بين إصدارات أدوات التمويل الإسلامي على ر أسها الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية الماليزية ، مؤشرات حجم التداول ، و مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية،والذي يدل على وجود مستوى مرض لتكاليف إبرام الصفقات و المعاملات الذي ينعكس إيجابا على كبر حجم السوق.

الاقتراحات:

-ضرورة العمل على إنشاء مؤسسة بحثية تمولها مختلف الجهات الحكومية و الخاصة لتطوير الأدوات التمويلية الإسلامية، مع ضرورة القيام بدراسات بحثية تقييمية للتجارب الرائدة في العالم الإسلامي بهدف تثمينها والاستفادة منها في تطوير هذه المنتجات ، و جعلها تتوافق مع متطلبات توزيع المخاطرة لتلبية حاجيات التمويل الإسلامي.

-ضرورة مبادرة الحكومة بشكل دائم في إنشاء و دعم رأس المال الإسلامي و تطويره،و العمل على التعريف بالأدوات التمويل الإسلامي و المبادئ التي تقوم عليها، و ذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام المتاحة.

-السعي إلى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية بين هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية و مجلس الخدمات المالية الإسلامية تحت رعاية مجمع الفقه الإسلامي العالمي حتى يتمكن من تبنيها من قبل البنوك المركزية للدول.

-العمل على تكوين سوق الأوراق المالية الإسلامية سوقا مستقلة عن نظيرتها التقليدية بأدواتها، عملياتها، وسطائها، و لجان الرقابة فيها حتى تلعب الدور الموكل لها ،بالإضافةإلى استحداث هيئة عليا للرقابة على السوقين معا.

- توجيه أموال أصحاب الثروة الى أسواق الأوراق المالية الإسلامية ، و زيادة الوعي الاستثمار ي الأخلاقي لديهم مما يدعم توسيع قاعدة مالية لهذه الأسواق.

- من المهم إيجاد سوق ثانوية منظمة تعمل بالشفافية المطلوبة،و بها أنظمة رقابية فعالة تضمن تداول الأدوات الإسلامي من أجل تنشيط و تكملة سوق الإصدار.

- دعم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية قانونيا و إداريا،و منحه الاستقلالية التامة عن سوق الأوراق التقليدية و العمل على كبح هذا الأخير قانونيا و إداريا.

-إتباع الجزائر آلية العمل بالصكوك الإسلامية كحل أمثل للخروج من الأزم ة الحالية وتنشيط السوق المالي الجزائري.

-الاستفادة من التجربة الماليزية من خلال تنمية العنصر البشري و ضرورة إنشاء معاهد تعليمية متخصصة ، ومراكز التكوين التدريبية، بالإضافةإ لى عقد مؤتمرات،ندوات محلية،إقليمية،و دولية لتأهيل الإطارات البشرية اللازمة.

آفاق البحث:

على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال دراسة موضوع "**دور البنوك في تنشيط الأسواق المالية عن طريق أدوات التمويل الإسلامي** " دراسة تطبيقية على سوق المالية الماليزية يعطي الأهمية لإعداد بحوث جديدة في المستقبل إذ نقترح على الباحثين الدارسين في مجال التمويل الإسلامي بإجراء الدراسات التالية:

-دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط و تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

-إمكانيات و شروط خلق سوق رأس مال إسلامي جزائري للخروج من أزمة التمويل التقليدي بالاستفادة من التجربة الماليزية.

- دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد سوق رأس مال إسلامي عربي موحد قانونيا و إداريا.

- دور الصكوك السيادية في تنشيطأسواق الأوراق المالية.

- دور الصكوك الخضراء و أثرها في التنمية الاقتصادية الماليزية.

- التحوط بالعقود المالية الإسلامية كآلية بديلة للمنتجات التقليدية و دورها في دعم العمل المالي الإسلامي.

قائمةالمراجع:

أ- الكتب :

1 -أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، 1981.

2 -أحمد جابر بدران، أحكام السوق، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2017.

3 -أحمد جابر بدران، الشروط و علوم الصكوك، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر 2017.

4 -أحمد شعبان مُحَمَّد علي، الصكوك و البنوك الإسلامية أدوات لتحقق التنمية، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.

5 -أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004.

6 -أدهم ابراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في تحويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الجوهرة للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2014.

7 -أسامة الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2015.

8 -إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013.

9 -أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر و التوزيع، عمان، لبنان، 2017.

10 - جمال لعمارة، المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النبأ، الجزائر، 1996.

11 - الجمل جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، الأردن، 2002.

12 - حامد بن حسن بن مُحَمَّد علي سيره، صكوك الإجارة دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية، الميمان للنشر و التوزيع، السعودية، 2008.

13 - الحسني أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.

14 – حسين علي خريوش، الأوراق المالية، دار زهران للنشر، الأردن، 2010.

15 – حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، 2006.

16 – حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2010.

17 – خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية و الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.

18 – خالد بن عبد الرحمان بن ناصر المهنا، المشتقات المالية دراسة فقهية ، بحث مدعوم من برنامج سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام مُحَمَّد بن سعود الاسلامية، السعودية، 2013.

19 – خليل عبد القادر، مبادئ الاقتصاد النقدي و المصرفي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2014.

20 – دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، دار بازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.

21 – دعاء عماد مشهور، المالك المسجل و المالك المستفيد في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المركز القومي،مصر، 2016.

22 – ديما وليد حنا الربضي، الأسواق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2015.

23 – رزق عادل مُحَمَّد، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية من منظور إداري و محاسبي، الطبعة الأولى، دار طيبة للنشر و التوزيع و التجهيزات العلمية، القاهرة، مصر، 2004.

24 – رمزي محمود، الصكوك الإسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الرأسمالية و الإسلام، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2013.

25 – سامي يوسف كمال، الصكوك المالية الإسلامية، –الأزمة والمخرج–، الطبعة الأولى، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2010.

26 – سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2015.

27 – سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000.

28 – سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.

29 – السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية في عالم متغير دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2010.

30 – شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008.

31 – ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2000.

32 – طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، الطبعة الأولى، دار الوليد للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2015.

33 – عادل عبد الفضيل عيد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2015.

34 – عامر طوقان، الاستثمار و أسواق رأس المال دراسات الجدوى، الطبعة الأولى، شركة دار البيروني للنشر و التوزيع، الأردن، 2018.

35 – عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005.

36 – غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2013.

37 – فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.

38 – فوزي عطوي، علم الاقتصاد في النظم الوضعية و الشريعة الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005.

39 – مُحَمَّد الفاتح المغربي، التمويل و الاستثمار في الإسلام، الطبعة الأولى، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 2018.

40 – مُحَمَّد شيخون، الاقتصاد الإسلامي الوقائع و الأفكار الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر و التوزيع، مصر، 2006.

41 - مُحَمَّد عبد العزيز حسن زيد، التطبيق المعاصر لعقد السلم، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.

42 - مُحَمَّد عبد الفتاح الصيرفي، إدارة البنوك، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.

43 - مُحَمَّد عبد المنعم أبو زيد، المضاربة و تطبيقاتها العملية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.

44 - مُحَمَّد فتحي البديوي، إدارة البنوك، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2012.

45 - مُحَمَّد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2008.

46 - مُحَمَّد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، الأردن، 1999.

47 - مُحَمَّد يونس، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة و النشر، الاسكندرية، مصر، 2013.

48 - محمود حسين الوادي، النقود و المصارف، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 2010.

49 - مصطفى كمال السيد طايل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2006.

50 - منير ابراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2000.

51 - منير ايراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المصارف، الإسكندرية، مصر، 1993.

52 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.

53 - مسعودة نصبه، تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس المال الإسلامي، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2018- 2019.

54 - وليد العايب، لحلو بوخاري، اقتصاديات البنوك و التقنيات البنكية، الطبعة الأولى، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2013.

55 - يوسف حسن يوسف، البنوك المركزية ودورها في اقتصاديات الدول، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2015

ب- الأطروحات:

1- مسعودة نصبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال -تجربة ماليزيا نموذجا-

مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013.

-2

شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2013- 2014.

-3

مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014- 2015.

-4

بوترية وهيبة، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران، 2015- 2016.

-5

سناء نزار، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقت

صادية، تخصص اقتصاد يا تالنقود والبنوك والأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015- 2016.

-6

حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، قسم الاقتصاد، مصر، 2002.

-7

بن حاسين بن أعمر، عقبات قيام الأسواق المالية في الدول النامية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ،مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2003- 2004.

-8

باسل صقر، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سوريا، مذكرة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سوريا ،2006.

-9

بوزيد ساره، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2006- 2007.

-10

نبيل خليل طهسمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة لنيل درجة الماجستير، تخصص إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2007.

-11

بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير، تخصص إدارة مال ية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011- 2012.

12- مُحَمَّد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية —دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية- ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد يا تالأعمال والتجارة الدولية، جامعة سطيف، 2012- 2013.

-13

عادلسلماني،دراسةالعلاقةبينالعائدوالمخاطرةعلىأدواتالاستثمارفيسوقرأسالمالالاسلامي،مذكرةمقدمةلنيلشهادةالماج ستيرفيالعلومالاقتصادية،تخصصأسواقماليةوالبورصات،كليةالعلومالاقتصاديةوالتجاريةوعلومالتسيير،جامعةبسكرة، 2013- 2014.

-14

ساسيةجدي،دورالهندسةالماليةالإسلاميةفيتطويرالصناعةالماليةالإسلامية،مذكرةلنيلشهادةالماجستيرفيالعلومالاقتصادي ة،تخصصأوراقماليةوبورصات،كليةالعلومالاقتصاديةوالتجاريةوعلومالتسيير،جامعةبسكرة، 2014- 2015.

15- أملشاكركنكونالشيباوي،دورالمصارفالتجاريةالخاصةفيتفعيلنشاطسوقالعراقللأوراقالمالية (2004- 2013)،مذكرةلتيلشهادةالماجستير،كليةالإدارةوالاقتصاد،جامعةالقادسية،العراق، 2016.

16- آدمهارونآدمحامد،دورالبنوكالتجاريةفيسوقالخرطومللأوراقالماليةدراسةحالةالمصارفالتجاريةفيالسودان (2011-2016)،مذكرةماجستير،كليةالدراساتالعليا،قسمالدراساتالاقتصادية،جامعةالنيلين،السودان، 2018.

-17

هالةزاغر،دورالهندسةالماليةالإسلاميةفيتطويرسوقالأوراقالماليةدراسةحالةسوقالأوراقالماليةالإسلاميةالماليزيةخلالالفترة -2008

2015،مذكرةلنيلشهادةالماسترفيالعلومالاقتصادية،تخصصنقودومالية،كليةالعلومالاقتصاديةوالتجاريةوعلومالتسيير ،جامعةبسكرة، 2016- 2017.

ج- المقالات والمداخلات:

1 -أحمد رشاد مرداسي، حسين بن الطاهر، أثر تطبيقات منتجات الهندسة المالية الإسلامية في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 4،جامعة الوادي، 2017.

2 -أديب قاسم شندي، الأسواق المالية أثرها في التنمية الاقتصادية،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.

3 -بوخاري فاطنة،دور الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل السوق المالي التجربة الماليزية في السوق المالية الإسلامية، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 2، العدد 2،جامعة الوادي ،ديسمبر 2017.

4 -بوعبد الله علي، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا،مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 83، جامعة المسيلة، أفريل 2019.

5 -تجاني مُحَّد العيد، عبد الغني ددان، واقع وأهمية الصكوك المالية الإسلامية بالأسواق المالية الدولية دراسة حالة السوق المالي الماليزي، مجلة الدراسات الاقتصادية و المالية، المجلد 3، العدد 8، جامعة الوادي،2015.

6 -حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية و المالية على صناديق الاستثمار الإسلامي، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مصر، 2009.

7 -رقية شرون، دور هيئة الرقابة الشرعية في أسواق رأس المال الإسلامية —التجربة الماليزية-، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 11، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، جامعة بسكرة، مارس 2016.

8 -سليم قط، مسعودة نصبة، الصكوك المالية الإسلامية بين أهمية و تفعيل أسواق رأس المال الإسلامية و مخاطر تداولها، جامعة الاقتصاديات المالية البنكية و إدارة الأعمال، العدد7، جامعة بسكرة، ديسمبر 2008.

9 -صادق لشهب، مُحَّد بوريش، تحويل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية، عدد 1، جامعة ورقلة، 2015.

10 - عبد الله بن مُحَّد العمراني، مُحَّد ابن ابراهيم السحيباني، التصكيك في الأسواق المالية حالة صكوك الإجارة، بحث مدعوم من برنامج سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام مُحَّد بن سعود الإسلامية، السعودية، 2013.

11 - عبد الناصر براني، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية و تنشيط سوق الأوراق المالية "سوق رأس المال الإسلامي نموذجا"، مجلة الشريعة و الاقتصاد، العدد 10،جامعة قسنطينة ، 2010.

12 - عبو هدى، عبو ربيعة، سياسات و استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية بالتطبيق على محافظ بنك الرياض بالسعودية، مجلة البحوث و العلوم المالية و المحاسبات، العدد 4،جامعة المسيلة، أفريل 2017.

13 – عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.

14 – فتيحة بوهرين، نور الدين زعيبط، الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية دراسة ميدانية لهيئة الرقابة الشرعية ببنك الاثمار البحريني، مجلة العلوم الإنسانية، مجلد 1، عدد 42، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2014.

15 – فتيحة مزهر عبد الرضا، دور المصارف التجارية في تنشيط السوق المالية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية، المجلد9، العدد 29، العراق، 2013.

16 – محاضرات من إعداد الدكتور بوقموم مُحَّد في الاقتصاد النقدي و سوق رأس المال، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، جامعة قالمة، 2013-2014.

17 – مُحَّد باوني، العمل المصرفي و حكمه الشرعي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، جامعة قسنطينة، ديسمبر 2001.

18 – مُحَّد نجاة الله صديقي، رفيق يونس المصري، بحوث في النظام المصرفي الإسلامي، جامعة فهد عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2003.

19 – مرعي علي نصر، أبو بكر صالح نصر، أسواق المال الإسلامية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية "سوق الأووراق المالية الإسلامية ماليزيا نموذجا" مجلة العلوم الاقتصادية و السياسية، كلية الاقتصاد و التجارة، العدد 5، جامعة العراق، يونيو 2015.

د– المراجع الإلكترونية:

1 –محمود العدم، ماليزيا أكبر سوق للصكوك الإسلامية، الموقع:
http//www.aljazzera.net//news/business/2012/06/10إطلع عليه يوم: 2019/05/26

هـ– المراجعباللغةالانجليزية:

The magazines:

1-Malaysia ICM, Annual Bulletin On the Malaysian Islamic Capital Market .Securities Commission. Malaysia, Vol 13, N2, July-December,2018.

2-W.Lee Hoskins, "The Role Of The Central Bank In Market", Journal Of Asian Economics, Volume 2, Issue N1, 1991.

The conferences:

1-Dalia Daud and Other, "The Relationship Between Islamic Index And Conventional Index In Bursa Malaysia ",Kuala Lumper , "Research Institute University Of SHAH Alam , Malaysia ,June 2006.

2-Haruhiko Kuroda ,"Theory On Financial Market And Central Banks", Speech At The 2017 Spring Annual Meeting Of The Japan Society Of Monetary Economics .Japan ,May 27th ,2017.

3-Ziyad Mahmoud, ShamsherMohamed,"Malaysia'sPontantionalAs A Global Hub For Islamic Fund Administration Challenge Prospects And Solution", CIAWM, Malaysia, 2018.

The reports:

1-"A Comprehensive Of The Global Sukuk Market", IIFM Annual Report 7th Ed,April 2018.

2-“Islamic Finance Bulletin», World Group Bank Report, Issue 38, August, 2018.

3-“Snapshot Of Islamic Finance In Malaysia “,GlobalIsalmic Finance Report ,Dubai Islamic Bank ,2017.

4-“Isalmic Financial Services Industry”, Stability Report, Malaysia, 2018.

5- Islamic Securities Guidelines (Sukuk Guidelines), Securities Commission Of Malaysia , Kuala Lumpur, 2011, p5

6-Malaysia ICM Annual Bulletin, The Malaysian Islamic Capital Market, Malaysia ,2018

7-RHB, DANHA ZEEM, Annual Report 2019, p5.

8-Securities Commission, Malaysia, Annual Report 2008.

9-Securities Commission, Malaysia, Annual Report 2009.

10-Securities Commission, Malaysia, Annual Report 2010.

11-Securitiers Commission, Malaysia, Annual Report 2011.

12-Securities Commission ,Malaysia , Annual Report 2012.

13-Securities Commission,Malaysia ,Annual Report 2013.

14-Securities Commission, Malaysia, Annual Report 2014.

15-Securities Commission ,Malaysia , Annual Report 2015.

16-Securities Commission ,Malaysia, Annual Report 2016.

17-Securities Commission, Malaysia, Annual Report 2017.

18-Securities Commission ,Malaysia , Annual Report 2018.

مقدمة

الفصل الأول:

مدخل إلى الأسواق المالية.

الفصل الثاني:

الجهاز المصرفي و دوره في أسواق المال.

الفصل الثالث:

دور البنوك في تنشيط و تحقيق كفاءة السوق المالي الماليزي بواسطة أدوات التمويل الإسلامي.