



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر
التخصص : إدارة مالية
بعنوان:

متطلبات انشاء سوق مالية اسلامية في الجزائر.

تحت إشراف:
د. عزيزو راشدة

من إعداد الطلبة :
- بوراس عبد الرزاق .
- بن زينب رشيد .

الصفة	أعضاء اللجنة
رئيسا	بن صوشة ثامر
عضوا مناقشا	حيرش عبد القادر
عضوا مناقشا	عبد الرحيم ليلي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

السنة الجامعية : 2020/2019 .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

الحمد و الشكر لله الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل المتواضع
كما نتقدم بالشكر إلى الأستاذة راشدة عزيزو
ونتقدم بجزيل الشكر لكل من مد إلي يد العون والمساعدة لإتمام هذا البحث

إهداء:

إلى من أعطى فلم يكل العطاء وبذل فكان أسمى من السخاء "أبائنا"
إلى من قاسمتنا السهر والعناء فكانت لأسقامنا خير دواء "أمهاتنا"
إلى من كانوا لنا القدوة الحسنة ولدربنا النبراس المضيء "أساتذتنا"
إلى من هم مهجة فؤادنا ولحياتنا خير أنس وبراء
إلى من هم بحق أهلا لوفاء ومنبع الإخاء "أخوتنا"

بن زينب رشيد

إهداء

إلى الذي أحب الشقاء لأجل سعادتي؛ إلى الذي علمني حلو الحياة ومرها؛ إلى الذي رسخ فيا
مبدأ الاعتماد على النفس والتحمل والصبر أبي الغالي.
إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة؛ إلى العين التي سهرت لأجل أن
تشرق عليا شمس الأمنيات؛ إلى التي تعبت حتى
يكون نصيبي النجاح أمي الحبيبة عائشة .
إلى من كانت نظراتهم الى فرحتي و شجاري معهم شقوتي و حبي لهم حياتي إلى إخوتي .
إلى من كانوا لنا القدوة الحسنة ولدربنا النبراس المضيء "أساتذتنا"

بوراس عبد الرزاق

الفهرس العام

الفهرس العام

الصفحة	العنوان
-	الشكر و العرفان
-	إهداء
-	الفهرس العام
أ	المقدمة العامة
6	الفصل الأول: اطار نظري حول السوق المالية الاسلامية.
7	المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية
7	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية
7	أولاً: تعريف السوق المالية الإسلامية
8	ثانياً: خصائص السوق المالية الإسلامية
9	ثالثاً: مبادئ السوق المالية الإسلامية
10	رابعاً: وظائف السوق المالي الإسلامي
11	المطلب الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية
11	أولاً: معيار الأدوات المتداولة
13	ثانياً: معيار التداول
15	المطلب الثالث: مكونات السوق المالي الإسلامي
16	أولاً: الجهاز المصرفي الإسلامي
16	ثانياً: الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي.

16	ثالثا: شركات السمسرة وصناع سوق الأوراق المالية الإسلامية
17	رابعا: الشركات الأخرى العامة في مجال الأوراق المالية الإسلامية
17	خامسا: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني
18	سادسا: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق الإسلامية
18	المبحث الثاني: تنظيم إدارة السوق المالية الإسلامية
18	المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية واللجان الفرعية لها
18	أولا: الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية
19	ثانيا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية
21	المطلب الثاني: مزايا قيد الأوراق المالية الإسلامية و إجراءاتها
21	أولا: مزايا قيد الأوراق المالية في السوق
22	ثانيا: شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق
24	المطلب الثالث: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق
24	أولا: إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق
24	ثانيا: تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة بالسوق
25	المبحث الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية
25	المطلب الأول: الأسهم العادية وتطهيرها
26	أولا: الأسهم العادية
28	ثانيا: تطهير الأسهم
28	المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية

28	أولاً: تعريف الصكوك
29	ثانياً: فكرة الصكوك الإسلامية
32	المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامي
32	أولاً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامي
33	ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي
38	خاتمة الفصل
39	الفصل الثاني: المالية الإسلامية الواقع و التحديات
40	المبحث الأول: شروط وضوابط ومتطلبات السوق المالية الإسلامية
40	المطلب الأول: واقع المالية الإسلامية
40	أولاً: البنوك الإسلامية
41	ثانياً: التكافل
42	ثالثاً أسواق المال الإسلامي
43	المطلب الثاني: مبادئ وضوابط إنشاء سوق مالية إسلامية
43	أولاً: مبادئ إنشاء سوق مالية إسلامية
45	ثانياً: ضوابط إنشاء سوق مالية إسلامية
47	المطلب الثالث: متطلبات و تحديات إنشاء سوق مالية إسلامية
47	أولاً: المتطلبات التشريعية والتنظيمية
48	ثانياً: تحديات إنشاء سوق مالية إسلامية
50	المبحث الثاني: تجارب دول لإنشاء سوق مالية إسلامية

50	المطلب الأول: التجربة الماليزية في إنشاء السوق المالية الإسلامية
50	أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا ونشأتها
52	ثانياً: خصائص سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا
53	ثالثاً: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
57	المطلب الثاني : السوق المالية السعودية
57	أولاً: نشأة وتطور السوق المالية السعودية
59	ثانياً : صفات ومميزات السوق المالية السعودية
59	ثالثاً : أهداف السوق المالية السعودية
60	رابعاً: الأطر التشريعية والتنظيمية لعمل سوق الاسهم السعودية
62	المطلب الثالث: التجربة البحرينية
62	أولاً : البحرين كمركز مالي إسلامي دولي
64	ثانياً: نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية
65	ثالثاً: أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية
65	رابعاً: خدمات ومبادرات السوق المالية الدولية الإسلامية
68	خاتمة الفصل
69	الفصل الثالث: التحول الى سوق مالية اسلامية في الجزائر
70	المبحث الأول: النظام المالي في الجزائر
70	المطلب الأول : النظام البنكي
70	أولاً: التطور التاريخي للنظام البنكي الجزائري

71	ثانيا: واقع النظام البنكي
73	المطلب الثاني: واقع بورصة الجزائر
73	أولا: تعريف بورصة الجزائر
74	ثانيا: نشأة بورصة الجزائر
77	المبحث الثاني: دوافع و سبل انشاء وتطوير السوق المالية الاسلامية
77	المطلب الأول: مزايا ومشاكل التحول الى سوق مالية الاسلامية
77	أولا: مزايا و دوافع التحول الى السوق المالية الاسلامية
78	ثانيا: مشاكل التحول الى السوق المالية الاسلامية
82	المطلب الثاني: سبل انشاء و تطوير سوق مالية اسلامية
82	أولا: الصيرفة الاسلامية
86	ثانيا: سوق الاوراق المالية الاسلامية
88	خاتمة الفصل
89	خاتمة عامة

مقدمة عامة

تعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي وتضطلع بدور حيوي ومهم في دفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية، حيث تقوم بدورٍ في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي اللاربوي للمشاريع الاقتصادية المختلفة المنتجة والحيوية . كما أنها فرصة هامة لكل مستثمر حيث يتمكن من تحليل استثماره وزيادة عائداته وتقليل المخاطر، من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأكثر إفصاحا ومشروعية. تتميز هذه السوق بتزايد حجمها يوما بعد يوم، وتتعدد فيها الصكوك الإسلامية وتمتد جغرافيا في جميع أنحاء العالم. ويتمثل الجانب الإسلامي لهذه السوق والذي يميزها عن السوق التقليدية، في التزام كل عناصرها بالأحكام الشرعية من حيث الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، من حيث المتعاملين، وطرق التعامل.

ونظراً لوظائفها وأدوارها الكثيرة ومنافعها ومزاياها العديدة، فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها وعناصرها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وخاصة أدواتها المتداولة فيها ، يحظ بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة . من أجل التعامل في الأسواق المالية الإسلامية وتنظيمها، تنشئ جهات السوق المالية وهذا ما حدث في ماليزيا، التي أنشأته كجهة إشرافية لمراقبة تنظيم العمل في الصكوك الإسلامية التي كان لماليزيا فضل أسبق بإصدارها بشكل كبير وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي ونظرا لانفتاح الأسواق بمعنى أنه يمكن قيد وتداول أوراق مالية صادرة في أي بلد بالسوق المالية في البلاد الأخرى بشرط أن تتوفر فيها شروط القيد المحدودة في البلد المضيفة، لذلك اتفق الجهات الافتراضية في عدد من الدول الإسلامية التي حققت تقدما في الإصدارات الإسلامية على إنشاء سوق مالية إسلامية اتخذت من البحرين مقرا لها ولكن بالرغم من هذه الانجازات ومحاولات لتطوير في مجال التعامل المالي وفق مبادئ الشريعة الإسلامية إلا أن عملية إنشاء أسواق مالية إسلامية في الجزائر لازالت تواجه الصعوبات ومشاكل تتعلق بالأدوات المتداولة فيها، وتوفير جملة من المتطلبات منها التشريعية والتنظيمية لامكانية تأسيس هذه السوق وتطويرها الى مستوى كفاءة وأداء الأسواق المالية في الدول الأخرى.

إشكالية الدراسة : انطلاقا مما سبق نصيغ الاشكالية في السؤال الرئيسي التالي:

- ماهي الاجراءات التي يجب أن تتخذها السلطات المعنية في الجزائر، من أجل تبني سوق مالية اسلامية ؟

ويتفرع عن هذا السؤال الرئيسي الاسئلة التالية:

- ما أهمية السوق المالية الاسلامية؟

- ماهي التدابير والاجراءات المتخذة من طرف الدول الرائدة في مجال السوق المالية الاسلامية؟

- ما حاجة السوق المالي في الجزائر للتحويل إلى سوق ذات طابع اسلامي ؟

ثانيا. الفرضيات : لدراسة هذا الموضوع ننطلق من الفرضيات التالية:

. تكمن أهمية الأسواق المالية الاسلامية في كونها قائمة على المنافسة الحرة والعادلة، تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.

. الحاجة إلى مزيد من التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية، ضرورة لإزالة العقبات التي تؤثر سلبا على عمل الاسواق الإسلامية.

. تتبنى الجزائر السوق المالية الاسلامية، للتقليل من عزوف الأفراد عن التعامل بالمعاملات المالية القائمة على الربا.

ثالثا. أسباب اختيار البحث : من أسباب اختيارنا لهذا الموضوع:

- معرفة طبيعة الأسواق المالية الإسلامية ومدى الحاجة إليها .

- توضيح مفهوم السوق المالية الإسلامية ومبادئها ومقوماتها وتوضيح الأسباب التي دعت إلى إنشائها مع بيان شروط عمل هذه الأسواق وأهم ضوابطها الشرعية.

- التعرف على أهم التحديات التي تواجه إقامة سوق مالية إسلامية منضبطة بضوابط الشرع.

- جاء البحث للتأكيد على أن السوق المالية الإسلامية باتت حاجة ملحة للأمة الإسلامية لإسهامها في تنمية الدول الإسلامية وذلك على الرغم من وجود تحديات تواجهها ومعوقات تحول دون نجاحها.

- التعرف على تجارب بعض الدول الاسلامية .

- معرفة أهم المشاكل التي تواجه الجزائر لانشاء سوق مالي اسلامي .

رابعا. أهمية البحث :

- الدور الذي تحتله السوق المالية الإسلامية ، وما يمكن أن تحققه من أهداف كأسواق دولية على مستوى كل دولة على حدا ، وكون أن السوق المالية الإسلامية الماليزية ، البحرين والسعودية تعتبر تجارب رائدة في الميدان، وما يمكن أن تستفيد منه الجزائر في إقامة أسواق مالية إسلامية **خامسا. أهداف البحث :** يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- التعرف على مفهوم الأسواق المالية الإسلامية وأسباب نشأتها وبيان ضوابطها الشرعية.
- التعرف على شروط إنشاء الأسواق المالية الإسلامية ومقوماتها ومؤشرات كفاءتها والتحديات التي تواجهها.

- إلقاء الضوء على أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية وبيان شروطها وضوابطها الشرعية .

- عرض التجربة الماليزية والبحرينية والسعودية و محاولة الاستفادة منها لإنشاء سوق مالية إسلامية

- التعرف على الصعوبات التي تواجه الجزائر في سير نحو الأسواق المالية الإسلامية
- الخروج بنتائج وتوصيات تتعلق بعوامل نجاح إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية في الجزائر.

سادسا. حدود الدراسة : نظرا لاتساع نطاق البحث نحاول التركيز على تجربة ماليزيا في انشاء سوق مالية إسلامية، والتجربة السعودية والبحرينية، باعتبارها من اوائل واكبر الدول التي تنشط فيها هذه السوق، وسبب اختيارنا لهذه الدول، لكونها نماذج يمكن الإستناد عليها من عدة جوانب، خاصة من حيث التطور في مجال طرق التعامل وايجاد تقنيات لإدارة الاستثمار في السوق المالية الإسلامية، وهيئات الرقابة الشرعية، في إطار التحول إلى سوق مالية اسلامية في الجزائر

سابعا. أدوات ومنهج الدراسة :

محاولة منا الاجابة على الاسئلة التي قمنا بطرحها، وبغية اختبار صحة الفرضيات التي صغناها، فإننا نعتمد في دراستنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي الذي يساعدنا على ربط الاسواق المالية بمبادئ الشريعة الإسلامية من اجل انشاء سوق مالية اسلامية ، ويسمح لنا ايضا بدراسة مدى نجاح التجربة الماليزية والسعودية والبحرين في هذا المجال ، والمبادرة التي تقوم بها الجزائر في انشاء سوق مالية اسلامية .

ثامنا الدراسات السابقة:

1. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، الجزائر، 2013-2014. هدفت هذه الدراسة الى تقييم تجارب بعض الدول في انشاء السوق المالية الاسلامية كتجربة ماليزيا ، السعودية ، البحرين ، من خلال التعمق على السوق الاسلامي الماليزي كنموذج وكذلك سوق المالي السعودي ، ومن نتائج هذه الدراسة، السوقين الماليزي والسعودي لهما دور كبير في تطوير وتنشيط السوق المالية الاسلامية في العالم والتوسع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالية الاسلامية بالإضافة الى زيادة كفاءة السوق المالية .

2. دراسة ابراهيم جلال الدين، بعنوان **الصكوك والأسواق المالية الاسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية**، 2014، الجمهورية العربية المصرية . هدفت الدراسة الى توضيح مفهوم الأدوات المالية الاسلامية وكيف يمكن لهذه الأدوات أن تقوم بتنشيط التداول في الأسواق المالية ومن خلالها تعرفنا على دور الأدوات المالية الاسلامية في تطوير السوق المالية الاسلامية والمساهمة في توسعها .

3. دراسة سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة، بعنوان **متطلبات تطوير الصرفة الاسلامية في الجزائر**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة. هدفت هذه الدراسة الى التعرف على النظام المالي في الجزائر وأهم مؤسساته بالإضافة الى التطرق الى الدوافع وسبل انشاء وتطوير السوق المالية الاسلامية .

تاسعا صعوبة البحث :

- جائحة كورونا وما نجم عنها من تداعيات كغلق المكتبات وقاعات الإنترنت .

- قلة المصادر والمراجع .

عاشرا . هيكلية البحث :

لكي تحقق هذه الدراسة الأهداف المرجوة منها ونجيب على الاشكالية البحث والأسئلة المتطرفة منها ، فقد تم تقسيم هذه الدراسة الى ثلاثة فصول رئيسية تسبقها مقدمة عامة وتليها خاتمة شاملة، ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول مايلي :

- الفصل الأول عنون باطار نظري حول السوق المالية الاسلامية، وقد شمل مفهوم السوق

المالية الإسلامية وتوضيح لأهم مكوناتها وأنواعها، كما تطرقنا إلى تنظيم إدارة سوق مالية إسلامية والأدوات المالية الإسلامية من أسهم، صكوك إسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية.

- الفصل الثاني المخصص لواقع المالية الإسلامية وتحدياتها، عالجنا فيه شروط ومتطلبات وضوابط إنشاء سوق مالية إسلامية ثم تم التطرق لأهم المحاولات الفعلية والتجارب العملية لإنشاء سوق مالية إسلامية في كل من ماليزيا، السعودية، البحرين؛

- الفصل الثالث خصص إلى التحول إلى سوق مالية إسلامية في الجزائر، حيث عالجنا فيه مكونات النظام المالي في الجزائر وسبل إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية.

الفصل الأول

إطار نظري حول السوق المالية الإسلامية

- المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية.
- المطلب الأول: أنواع السوق المالية الإسلامية.
- المطلب الثاني: مكونات السوق المالي الإسلامي.
- المبحث الثاني: تنظيم إدارة السوق المالية الإسلامية
- المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية واللجان الفرعية لها.
- المطلب الثاني: مزايا قيد الأوراق المالية الإسلامية و إجراءاتها.
- المطلب الثالث: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.
- المبحث الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية
- المطلب الأول: الأسهم العادية وتطهيرها.
- المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية.
- المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامي.

تحتل السوق المالية الإسلامية مكانةً هامة ومميّزة في الحياة الاقتصادية المعاصرة، وتعتبر أحد العناصر المهمة في القطاع المالي الذي يمثل العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية خاصةً في الدول الإسلامية حيث تقوم بدور بالغ الأهمية في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة.

ولذلك فقد أخذ موضوع إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية يحظى بأهمية كبيرة في السنوات الأخيرة وتزايد الاهتمام بها، وذلك نظراً لدورها الهام.

المبحث الأول: ماهية السوق المالية الإسلامية

لا يختلف مفهوم السوق المالية الإسلامية عن مفهوم السوق المالية التقليدية من حيث الجوهر وطبيعة العمل، إلا أنها تتميز عنها بانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية، وخلوها من كافة المخالفات والمحاذير الشرعية، ويمكن توضيح ذلك من خلال العناصر التالية:

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.

تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام والسوق المالية عبارة عن مصطلح مركب من جزئين، السوق.

أولاً: تعريف السوق المالية الإسلامية.

لغرض توضيح السوق المالية الإسلامية ينبغي أولاً توضيح مفهوم السوق المالية، وذلك كما يلي:

1- تعريف السوق المالية: يقصد بالسوق المالي، المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات أو المشتقات المالية، وتنظم قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعاً وشراءً بسرعة وسهولة وأمان. ويمكن أن يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشترى تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي ينتمي فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.¹

¹ أحمد أبو موسى، رسمية الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 2، عمان دار المعترز، 2005/2004، ص: 11.

2-تعريف السوق المالية الإسلامية: السوق المالية الإسلامية هي سوق منظمة تتعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية، للتعامل الشرعي بيعا وشراء لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة. وعرفت أيضا بأنها "سوق منظمة يعتمد فيها تلاقي إرادة المتعاقدين، للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية"¹

يمكن توضيح الجوانب المختلفة للسوق المالية الإسلامية كما يلي:

- تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام إذ لأنها تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات، من أصحاب الفائض التمويلي المشتركين وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي المدخرون من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها.²
- تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية الاجتماعية خاصة في البلدان الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.
- ينبغي أن تكون كل العمليات والمعاملات التي تتم في السوق المالية الإسلامية، خالية من كافة المحاذير الشرعية، كالغش والجمالة والغرور والاحتيال والمغامرة.... الخ
- يجب أن تكون الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية الإسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولاً كالأسهم العادية مثلا في حين لا يجوز التعامل بالسندات لاشتمالها على الفائدة الديونة.³
- وعليه تعريفنا للسوق المالية الإسلامية على أنها الإطار القانوني المنظمة للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو أشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة للأموال من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها.

ثانيا: خصائص السوق المالية الإسلامية.

من أهم خصائص السوق المالية الإسلامية ما يلي:

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق المالية من منظور اقتصاد اسلامي، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 30.

² كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية ، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية

³ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008 ، ص 19.

-إنها سوق تفل فيه المضاربة على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة، وذلك بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات التي تعتبر مجالات لعمليات المضاربة، وبسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة، والتي تفرض عبئاً مرتفعاً على المتاجرة بأدوات مالية والمعاملات بينما تفرض عبئاً بسيطاً على الامتلاك الطويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار.

- إنها سوق تهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، وتعتبر أن المعيار كفاءة الأسواق المالية هو تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم التداول على كم موجود أصلاً في الأدوات المالية باعتباره المؤشر الأساسي لتقدير مدى كفاءة السوق المالية

- أنها سوق لا تكون أدوات الدين هي الغالبة في تعاملاتها، وإنما تشجع وتحفز على تداول الأدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث على الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية السلع والخدمات.

ثالثاً: مبادئ السوق المالية الإسلامية.

يقوم النظام المالي والاقتصاد الإسلامي، ومؤسساته المالية ومنها الأسواق المالية الإسلامية على مجموعة من القواعد، ومن أهمها ما يلي:

- يقوم النظام المالي والاقتصاد الإسلامي على منظومة من القيم والمثل والأخلاق مثل الأمانة والمصادقية و الشفافية والبيئية والتميز والتعاون والتكامل والتضامن، فلا اقتصاد إسلامي بدون أخلاق ومثل. تعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والأمان والاستقرار لجميع المتعاملين، وفي الوقت نفسه، تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والتدليس والغرر والجهالة والاحتكار والاستغلال والجشع والظن وأكل أموال الناس بالباطل، ويعتبر الالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية، عبادة وطاعة لله يثاب عليها المسلم وتضبط سلوكه، سواء أكان منتجا أم مستهلكا أم بائعا أم مشتريا، وذلك في حالة الرواج والكساد وفي حالة الاستقرار أو في حالة الأزمة.¹

- يقوم النظام المالي والاقتصاد الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات. تحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق

¹ حسين محمد سمحان، وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العالمية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، جمهورية مصر العربية، 2012، ص، ص: 196 - 197.

المنافع المشروعة و الغنم بالغرم ، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة، والعمل وفق ضابط العدل والحق وبذل الجهد، وهذا يقلل من حدة أية أزمة، حيث لا يوجد فريق رابح دائماً وفريق خاسر دائماً، بل تتحقق المشاركة في الربح والخسارة ولقد وضع الفقهاء وعلماء الاقتصاد، إسلامي مجموعة من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تقوم على ضوابط شرعية، كما حرمت الشريعة الإسلامية جميع عقود التمويل القائمة على التمويل بالقروض بفائدة، والتي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية.¹

- حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية، التي تقوم على معاملات وهمية، ولقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعاً. ولقد أكد الخبراء وأصحاب البصيرة من علماء الاقتصاد الوصفي أن من أسباب الأزمة المالية العالمية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام وما حدث في أسواق دول شرق آسيا والأزمة المالية العالمية مثال على ذلك.

- لقد حرمت الشريعة الإسلامية جميع الصور والصيغ وأشكال بيع الدين بالدين، مثل خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد. كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة، ولقد أكد خبراء وعلماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية المعاصرة هو قيام بعض الشركات الواسطة المالية بالتجارة في الديون مما أدى إلى اشتعال الأزمة وهذا حدث فعلاً.

- يقوم النظام المالي والاقتصاد الإسلامي على مبدأ التسيير على المقترض، الذي لا يستطع سداد الدين للأسباب قهرية، في حين أكد علماء وخبراء النظام المالي والاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة توقف المدين عن السداد، وقيام الدائم برفع سعر الفائدة أو تدوير القرض بفائدة أعلى أو تنفيذ الرهن على المدين وتشريد وطرده، وهذا يقود إلى أزمة اجتماعية وإنسانية تسبب العديد من المشكلات النفسية والاجتماعية والسياسية والاقتصادية وغير ذلك....

رابعاً: وظائف السوق المالي الإسلامي.

تتمثل وظائف السوق المالي الإسلامي في العناصر الإسلامية:²

¹ حسين محمد سمحان ، مرجع سابق ذكره، ص، ص: 197-198.

² زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس

الأردن، 2009 ص، ص: 235-236.

- المساهمة في تدعيم وزيادة حجم الاستثمار القومي عن طريق ترشيد استخدام الموارد التمويلية وتوجيهها للمجالات والمشروعات الاستثمارية الأكثر فائدة للمجتمع.
- تنوع مصادر التمويل طويلة الأجل أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي المساهمة في تصحيح التجربة المصرفية الإسلامية، إما يمكنها من استثمار أموالها استثمار طويل الأجل، ومما يساهم في تحقيق أهدافها والتسوية ورغبتها في الملائمة بين الربحية والسيولة والأمان.
- تقديم خدمات استثمارية مثل توفير المعلومات والبيانات المالية من الأسواق المالية يسترشد بها.
- توزيع المخاطر نظرا لصعوبة التنبؤ بنجاح المشروع أو فشله.
- منع الاحتكار بحيث تكون السوق حرة مفتوحة تحكمها الأنظمة والتعليمات.
- منع المتاعب ويتم ذلك بواسطة أنظمة الرقابة والضوابط المحددة سلفا للشركات المسجلة في السوق والوسطاء.
- إعطاء مؤشر حول مناخ الاستثماري، بحيث يقوم الخبراء الاقتصاديين بدراسة أسواق الأوراق المالية ومعرفة وضع الاقتصاد العام في البلد.
- صلاحية التمويل والتبادل ويتم ذلك في السوق من خلال نقلها من مستثمر إلى آخر بسرعة.
- تعبئة مدخرات المجتمع من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال.
- المساهمة في تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والاهتمام بالصناعات الصغيرة.

المطلب الثاني: أنواع السوق المالية الإسلامية

تصنف السوق المالية الإسلامية إلى عدة انواع من حيث المعيار المستخدم

أولاً: معيار الأدوات المتداولة.

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية إلى نوعين اثنين، كما يلي:

- 1- سوق النقد الإسلامي: يعتبر السوق النقدي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية ويتضح ذلك كما يلي:

أ- مفهوم سوق النقد الإسلامي: هي الأسواق التي تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية، وسميت هذه السوق بسوق النقد لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود بسرعة وسهولة.

ب - أقسام السوق النقد الإسلامي: تنقسم بدورها إلى قسمين أولية وثانوية.¹

- السوق الأولية: يتم عرض الأموال والطلب عليها، وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال ويتم من خلالها عرض الإصدارات الجديدة التي تكون بمثابة البيع الأول.

- السوق الثانوية: فيها يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء وتعرف على أنها سوق القروض قصيرة الأجل.

ج - أدوات سوق النقد الإسلامي: منها:

- صكوك المضاربة: هي التي تقوم من خلالها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية ولغرض تمويل نشاط أو مشروع استثماري معين، بإصدار وثائق متساوية القيمة بصفتها طرق مضاربة وبيعها للمستثمرين، على أن يتم تقسيم الأرباح وفق نسب معينة متفق عليها والخسائر يتحملها أصحاب المال ما تقصر الجهة المصدرة أو تهمل.²

- صكوك المشاركة: لا تختلف عن صكوك المضاربة إلا من حيث أن الجهة المصدرة تكونا طرفا وواحدا من المشاركين لحملة الصكوك، وهي بذلك تعتبر شريكا لهم كما هو الحال في شركات المساهمة العامة.

- صكوك الإجارة: عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معينة كالمباني والمعدات.... الخ وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحملةا فرصة الحصول على دخل الإيجار كل بمقدار المساهمة التي دفعها.

- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية: من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، ونحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمى حصص والتي لها حق غلى كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة. كما يمكن أيضا استرداد

¹ محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 12.

² هشام جبر . صناديق الاستثمار الاسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول للاشتغال والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 2005، ص: 22.

قيمتها وتسييلها، وهي بذلك توفر السيولة لأصحابها وتقلل من المخاطر بأنها تقوم على تنويع أدوات المحفظة.¹

- **حسابات التصكيك للأصول:** التصكيك هو العملية التي يتم من خلالها، تحويل مجموعة من الأصول غير السائلة و المدرة لدخل يمكن التنبؤ به، التي تمتلكها المؤسسة إلى ادارة مالية قائمة على الشراكة في منافع هذه الأصول خلال فترة معينة. فمن خلال عملية التصكيك يمكن للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الاستفادة من المزايا التي يتيحها ويوفرها سوق النقد خاصة فيما يتعلق بمشكل توفر السيولة.

2- سوق رأس المال الإسلامي: هو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل الذي يمثل مجموع العروض والطلبات على رؤوس الأموال، وهذه السوق تسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين الذين لديهم فائض في الأموال والمتعاملين الذين هم بحاجة إلى التمويل .

كما عرفته هيئة الإدارة المالية الماليزية بأنه "السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والمنتجات والخدمات المتوافرة فيه تلتزم التزاما تاما بأحكام الشريعة الإسلامية حيث يجب أن تكون خالية من الأنشطة محرمة شرعا مثل التعامل بالربى والمقامرة وما شابه ذلك".

ثانيا: معيار التداول:

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

1-السوق الأولية: تسمى أيضا سوق الأوراق المالية الجديدة بحيث يتم فيها تجميع المدخرات لتمويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل. وهي سوق مالية تسهل عملية توفير رؤوس الأموال لتمويل المشروعات الجديدة والتوسع في المشروعات القائمة. فالسوق الأولى ما هو إلى وسيلة وأدوات لتجميع المدخرات من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية وتنشئ نتيجة لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية المستثمرين وبين مقدمي الأموال المدخرين.²

¹ ضياء مجيد الموسوي "البورصات"، أسواق رأس مال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص: 93.

² لطرش سميرة كفاءة، سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مذكرة دكتورا تخصص علوم اقتصادية جامعة قسنطينة، غير منشورة الجزائر، 2010، ص: 20.

2- السوق الثانوية: هو المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا وشراء وتعتبر هذه السوق لكثير من الأحيان، أكثر أهمية من السوق الأولية لأنها تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات. يقوم هذا السوق بوظيفتين: الوظيفة الأولى؛ من خلال جعل عملية بيع الأصول المالية سهلا إذ أن زيادة سهولة الأصول المالية يزيد الرغبة في اقتنائها، وبالتالي يجعل من السهل على الجهة المصدرة لها بيعا في السوق. أما الوظيفة الثانية؛ تحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولية فمن يقوم بشراء الورقة المالية في السوق الأولية سيدفع فقط السعر الذي يعتقد أن السوق الثانوية ستحدده للورقة، فكلما كان سعر الورقة في السوق الثانوية مرتفعا، كان بإمكان الشركة المصدرة أن تحصل على سعر إصدار مرتفع للورقة المالية، وهذا ما يزيد مقدار رؤوس الأموال التي يمكن جمعها من طرف الجهة المصدرة لها والسوق الثانوية لرأس المال قد تكون منظمة أو غير منظمة:¹

أ- السوق المنظمة: السوق المنظمة من خلال البورصة والتي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، كما أن هياكلها التنظيمية تهدف إلى تسهيل التعاملات، ويمكن أن يختلف هيكل الأسواق المنظمة بحيث تكون بورصات أو أسواق خارج البورصة.²

ب- السوق الغير منظمة: ترتبط بقانون ونظام محدد ولكنها لا ترتبط بزمان ومكان معين وتعتمد على التجار الذين لديهم مخزون ويقومون بالمتاجرة لحساباتهم، فإذا كانت أدوات التجارة مما أجازته الشرع فإن تجار تهد مشروعاً، وإذا كانت غير ذلك فهي غير مشروعة وعادة ما يتولى هذه المعاملات بيوت وساطة و سمسرة تمتاز بسرعة البيع والشراء وساطة الإجراءات وكبر حجم المعاملات وتتطلب خبرة وكفاءة عالية في التعامل.³ ونلاحظ أن لسوق الأوراق المالية الثانوية بقسميها، أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين، مقابل عمولات الخدمة، يتم الاتفاق عليها وتسمى بأتعاب السمسرة. ويحكم تحديدها مجموعة من العوامل:

¹ شوقي جبار وآخرون، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة، مجلة التنظيم والعمل جانفي العدد 05 الجزائر، 2005، ص: 09.

² عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الفجر، مصر، 2007، ص: 399.

³ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل الأردن، 2008، ص: 57.

- القوانين الصادرة من الدولة والتي تنظم عمل أسواق الأوراق النقدية.
- التعليمات الصادرة من الهيئات التي تشرف وتراقب الأسواق.
- الأعراف السائدة بين شركات الوساطة السمسرة.
- طبيعة الجهد الذي يبذله السمسار في تنفيذ الأوامر الواردة من العملاء. من أدلة مشروعيتهم في ضوء الفقه الإسلامي، أن السمسرة تغير من احتياجات الناس في كافة المعاملات المالية، حيث يحتاج البائع إلى من يساعده في بيع سلعته، ويحتاج المشتري إلى من يدلّه على ما يحتاجه من سلع. وتأسيس على ذلك يعتبر عمل السمسار من موجبات التجارة ويدخل في نطاق حاجة الناس إليها. يعتبر عمل السمسار أحد صيغ التعاون في تنفيذ عمليات البيع والشراء في إطار أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- التجار وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي.
- السماسرة التجار وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم، وحساب المستثمرين الآخرين في آن واحد
- سماسرة السماسرة وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب السماسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل.
- المتخصصون هؤلاء هم الذين يتخصصون في بيع وشراء ورقة محددة أو مجموعة أوراق مالية معينة، ويقومون بدور التاجر والسمسار في نفس الوقت .
- 3- السوق الثالث:** هي سوق غير منظمة تقوم بعملية البيع والشراء الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم، وتنظم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية المنظمة.¹
- 4- السوق الرابع:** هي سوق غير منظمة حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى، والهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة.
- المطلب الثالث: مكونات السوق المالي الإسلامي.**

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

قيام السوق المالية الإسلامية بدورها وممارسة وظائفها ، مرتبط بتوفر عدة عناصر ومؤسسات نذكرها من خلال هذا المطلب.

أولاً: الجهاز المصرفي الإسلامي

من أهم مؤسساته البنك المركزي الإسلامي، يقع في قمة هرم النظام المصرفي الإسلامي، يرتكز نشاطه على الأنشطة الكلية أي الإصدار والإشراف على شؤون النقد والائتمان والابتعاد عن القيام بالعمليات العادية للبنوك.¹ والبنوك الإسلامية من خلالها يتم التعرف على الفرص للاستثمار وتحقق من جدواها والترويج لما بين رجال الأعمال والمستثمرين.

ثانياً: الشركات المساهمة العامة وشركات الاستثمار الإسلامي.

تعتبر شركات المساهمة العامة من الشركات التي ينبغي لها أن تكون الأوراق التي تصدرها مشروعة حتى تكون قابلة للتداول في السوق المالية الإسلامية بالإضافة إلى خلو تعاملاتها من أي محظورات، وتعد شركات المساهمة العامة المادة الأساسية لسوق المالية الإسلامية من خلال إصدار أوراق مالية إسلامية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة.

أما الشركات الاستثمار الإسلامية فتعتبر من الشركات المستقلة التي تقوم بإدارة الأموال للغير وفق قيود قانونية، وشروط تعاقدية مع المستثمرين أو تدير الاستثمارات لحسابها وتقدم هذه الشركات خدمات الاستثمار على نوعين:²

1- النوع الأول: إدارة خدمات الاستثمار في الصناديق الإسلامية المختلطة، وهي عبارة عن محافظ استثمارية مملوكة من عدد كبير من المستثمرين؛

2- النوع الثاني: إدارة الحسابات المنفصلة أو الخاصة ويقصد بها المحافظ الاستثمارية التي يمتلكها مستثمر واحد فقط وتدار من قبل إدارة محترفة.³

ثالثاً: شركات السمسرة وصناع سوق الأوراق المالية الإسلامية.

¹ حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2011، ص: 195-196.

² منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال والأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر 2003، ص: 95.

³ دريد كمال آل نسيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري البازوري، الأردن، 2009، ص: 154.

إن شركات السمسرة والخدمات المالية تقوم بدور حيوي ومهم في السوق المالية الإسلامية، حيث لا يستطيع المستثمر عقد عمليات البيع أو الشراء لأوراق المالية الإسلامية من خلال شركات السمسرة، أما صناع السوق فهم عبارة عن منشآت أو مؤسسات مالية قوية تقف دائما على أهبة الاستعداد لشراء وبيع أوراق مالية لحسابها الخاص متحملة المخاطر المالية لتلك الصفقات.

رابعاً: الشركات الأخرى العامة في مجال الأوراق المالية الإسلامية.

من أهم هذه المؤسسات:

1- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية: تقوم هذه الشركات بإدارة عمليات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية الإسلامية والعمل على جلب المستثمرين بالطرق الدعائية المختلفة.

2- شركات رأس مال المخاطر: هي شركات يقوم نشاطها على المشاركة في مشروعات وشركات جديدة ذات مخاطر عالية أو شركات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها.

3- شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية: هي شركات يتمثل نشاطها الأساسي في تقديم الاستشارات الفنية المتعلقة بتكوين محافظ الأوراق المالية الإسلامية للعملاء سواء كانت أفراد أو شركات أو مصارف، كما تقوم أيضا بتكوين إدارة محافظ الأوراق المالية للمستثمرين، ومتابعة تصور تلك الأوراق.¹

4- شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: هي جهة متخصصة تقوم بتصفية وإنهاء التعاملات المالية، وتضمن في نفس الوقت عملية تسليم واستلام الأوراق المالية المتداولة.

خامساً: شركات التأمين التكافلي ووكالات التصنيف الائتماني.

يمكن توضيح أهمية هذه الشركات بالنسبة للسوق المالية الإسلامية كما يلي:

1- شركات التأمين التكافلي على الاستثمارات: أسسها المساهمون للقيام بأعمال التأمين والاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأهم أعمالها التأمين على كل ما تنص عليه وثائق التأمين لصالح المشتركين واستثمارهم زاد أموال المشتركين بنسبة من الربح.

¹ شافية كناف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مذكرة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2014، ص- ص: 44-50.

2- وكالات التصنيف الائتماني: معناه تقويم قدرة المؤسسات المالية على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الآخرين وقوة ملائتها المالية.

سادسا: الهيئة العامة لسوق المال وسوق الأوراق الإسلامية.

يمكن توضيح أهمية هذه المؤسسات كما يلي:

1- الهيئة العامة لسوق المال: تتولى مهام الرقابة والتنظيم والتشريع والإشراف وتحديث وتطوير هذه الأسواق .

2- سوق الأوراق المالية الإسلامية: يتم فيها التقاء العرض والطلب للأوراق المالية الإسلامية وبالتالي فهي الجهة التي يتم فيها تنفيذ عمليات التداول للأوراق المالية الإسلامية بين حامليها والراغبين في شرائها.

المبحث الثاني: تنظيم إدارة السوق المالية الإسلامية

يقصد بالتنظيم الإداري للسوق المالية، مختلف التنظيمات التي تتولى إصدار اللوائح و القرارات وقواعد سير العمل، وكل ما يضمن للسوق المالية الإسلامية الاستمرارية والانضباط وسير المعاملات بسهولة ويسر، ويمكن توضيح هذا التنظيم من خلال التطرق للعناصر التالية.

المطلب الأول: إدارة السوق المالية الإسلامية واللجان الفرعية لها.

تتولى إدارة السوق المالية الإسلامية والإشراف عليها، العديد من الأجهزة يمكن توضيحها كما يلي:

أولاً: الجمعية العامة ولجنة السوق المالية الإسلامية.

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

1- الجمعية العامة لسوق المالية الإسلامية: تتكون من الأعضاء العاملين في السوق، السماسرة والأعضاء المنضمين، المتمثلين في البنوك الإسلامية وشركات التأمين التكافلي وصناديق الاستثمار الإسلامي ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية الإسلامية العاملة في السوق. تختص الجمعية العامة للسوق بالمهام التالية:¹

- انتخاب مجلس إدارة السوق.

- اطلاع على تقويم مجلس الإدارة الخاص بعمل السوق خلال العام.

¹ عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 84.

- دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق.
- تصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات المصروفات.
- 2- لجنة السوق المالية الإسلامية:** مجلس الإدارة تتكون لجنة السوق المالية الإسلامية كما هو معمول به في نظيرتها التقليدية من 17 عضو، يتم انتخابها لمدة سنتين ويتوزعون على النحو التالي:
- تسعة أعضاء من السماسرة.
- خمسة من أعضاء منضمين.
- ثلاثة أعضاء بينهم الوزير المختص، وغالبا ما يكونون من ذوي الاختصاص والخبرة في مجال الأسواق المالية الإسلامية.
- تختص هذه اللجنة بالمهام التالية:¹
- تضطلع بمسؤولية إدارة ومراقبة السوق، وتتمتع بسلطات واسعة لضمان تحقيق مصلحة متعاملين فيها وضمان الحسن سير وسمعة السوق.
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للتعامل في السوق، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.²
- الإشراف على الأسعار، كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية والإعلان فيها.
- قبول الأوراق المالية المتداولة في السوق أو رفضها في حالة عدم استيفائها للشروط المعلن عنها.
- قبول طلبات المرشحين لأعضاء السوق.³
- يتولى تنظيم أعمال اللجنة والإشراف عليها مكتب يتكون من : رئيس، نائب رئيس، أمين صندوق، ويتم اختيار الرئيس بعد انتخاب ثلاثة من أعضاء اللجنة، ليختار الوزير أحدهم رئيسا، أما باقي الأعضاء المكتب فيتم اختيارهم من قبل اللجنة.
- ثانيا: اللجان الفرعية للسوق المالية الإسلامية.**

¹ علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص96.

² عطية فياض، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

³ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار النشر، سوريا، 2009، ص: 89.

تقوم لجنة السوق فور مباشرتها لأعمالها بتشكيل لجان فرعية لتساعدها في تأدية مهامها، وذلك بقدر ما تستلزمه حاجة العمل، وتتكون كل لجنة من ثلاثة أعضاء كحد أدنى، بشرط أن يكون رئيس اللجنة الفرعية من أعضاء لجنة السوق.¹

1- لجنة التأديب: تختص هذه اللجنة بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام وقوانين السوق ولوائحها، وكذلك بالنظر إلى مختلف المسائل التي تمس حسن سير العمل، وذلك بناء على الشكاوى المرفوعة إليها، وتختلف العقوبات التأديبية التي يمكن أن تصدرها اللجنة من الإنذار والغرامة إلى الوقف والشطب.²

2- لجنة التحكيم: تختص هذه اللجنة بالفصل في الخلافات والمنازعات التي تحد بين أعضاء السوق والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.³

3- لجنة المراقبة: تختص هذه اللجنة لمراقبة أعمال السوق، حيث تقوم بما يلي:

- التأكد من مدى التزام السماسرة أو أحد ملائهم .
- التأكد من جدية المعاملات واكتمال إجراءات التسلم والتسليم .
- تراقب هذه اللجنة صحة تنفيذ القرارات واللوائح والقوانين .
- تراقب نشاط التداول في القاعة وتعمل على ضمان حسن يد العمل فيها .

4- لجنة التسعير: تختص هذه اللجنة بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة ويتضمن هذا الجدول عادة المعلومات التالية:⁴

- أنواع الأوراق المالية المتداولة.
- حجم الأوراق المالية المتداولة.
- الأسعار التي يتم التداول بها.
- أسعار الافتتاح وأسعار الإغلاق.

¹ عطية فياض، مرجع سابق، ص: 85.

² المرجع السابق.

³ شعبان محمد إسلام البروراي، الفائض التأمين في الشركات التكافل وعلاقة صندوق التكافل، ورقة عمل مقدمة الهيئات الشرعية لهيئة

المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية، 2010، ص: 52.

⁴ أحمد محي الدين أحمد، حدود الهيئات الشرعية إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية، مجمع أبحاث

المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين، 2003، ص: 325.

5- لجنة قيد الأوراق المالية: تقوم هذه اللجنة بمهمة القبول أو الرفض لطلبات الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول الأسعار، وذلك وفق ما تفضيه المعايير و الشروط المنصوص عليها في اللائحة العامة للسوق.¹

6- لجنة قبول السماسرة: تتضمن قوانين ولوائح السوق المالية الإسلامية إذن الشروط الواجب توافرها لقبول السماسرة وعليه تقوم هذه اللجنة بمهمة قبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح السوق.²

7- لجنة المقاصة: تختص هذه اللجنة بتسوية مختلف المعاملات التي تتم بين البائعين والمشتريين أو بين الدائنين والمدنيين، ويكون ذلك وفق قواعد ونماذج معينة ومعتمدة وذلك تسهيل الإجراءات التعامل في السوق واحتياطا ضد الخلافات المتوقعة.³

المطلب الثاني: مزايا قيد الأوراق المالية الإسلامية و إجراءاتها.

إدراج الأوراق المالية في الجداول الخاصة لسوق الأوراق المالية، يترتب عليه التزام الجهة المصدرة بالقيود والقواعد التي تُصدرها الهيئة العامة لسوق المال وإدارة السوق.

أولا: مزايا قيد الأوراق المالية في السوق.

من هذه المزايا:

1- تحسين فعالية الشركة: يتحقق ذلك من خلال العناصر التالية:

أ- الترويج والدعاية لنمو الشركة: إن قيام الشركات بقيد أوراقها المالية في السوق سيتيح لها فرصة للترويج والدعاية عن نفسها وعن نشاطاتها المختلفة.

ب- دعم الطاقات الداخلية للشركة: تعبئة كل موظفي ومساهمي الشركة وإقناعهم بضرورة التعبير الجيد للموارد الشركة ونشاطها .

ج- زيادة فرصة وإمكانية التمويل الإضافي: يؤدي دخول الشركات إلى السوق المالية إلى تدعيم أموالها الخاصة وتسهيل عملية زيادة رأس مالها دون اللجوء إلى التمويل الربوي والاستدانة.

أما فيما يخص المستثمرين:

¹ أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق ص: 322.

² شعبان محمد اسلام البراوي، مرجع سابق، ص: 52.

³ أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 326.

- توفر السوق المعلومات اللازمة للمستثمرين.
- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية.
- إمكانية تحويل الأوراق المالية المقيدة إلى سيولة أو العكس وبسرعة .
- تحسين الوضعية المالية للشركة : ويتم ذلك من خلال وضع استراتيجية مالية أكثر استقرارا وتحقيق نمو أفضل.
- توسيع دائرة المساهمين وتنويع الخيارات للمستثمرين
- التقييم العادل وتسهيل عمليات النمو الخارجي
- ثانيا- شروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية في السوق: يمكن توضيح هذه الشروط من خلال التطرق إلى العناصر التالية:¹
- أ- المعلومات والبيانات اللازمة لقيد الأوراق المالية: تتفق معظم الأسواق المالية على ضرورة توافر مجموعة من المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها لغرض عملية القيد وتطبيقها ومنها:
- معلومات عامة عن الشركة المصدرة معلومات مالية عن الشركة المصدرة: من حيث الأرباح و الخسائر، الأصول والخصوم، المركز المالي لشركة للسنوات الماضية.
- معلومات عن أعضاء مجلس إدارة الشركة: المصدر وعن الأشخاص المسؤولين عن بنود الأدرج مدققي الحسابات وغيرهم من المستشارين .
- معلومات عن الأوراق المالية من حيث: طبيعة الأوراق المالية: من حيث سعر الإصدار، حقوق حصص أرباح الأسهم، وصف الأسهم المصدرة وعددها.
- الحقوق القانونية للأوراق المالية: كحق التصويت، الحقوق الملحقة بالأسهم بخصوص توزيع الأرباح والتصفية.
- إدارة إصدار الأوراق المالية: كتوضيح المصارف التي تترك عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- ب- الشروط العامة والمشاركة لقيد الأوراق المالية: رغم أن شروط قيد الأوراق المالية قد تختلف من سوق وعموما فإن أغلب الأسواق تضع شروط ومتطلبات للقيد، تنحصر مواضيعها عادة فيما يلي:²

¹ عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفجر، مصر، 2007، ص: 399.

² المرجع السابق.

- شروط تتعلق بمطابقة تأسيس الشركة لأحكام نظام الشركات .
- شروط تتعلق بحجم الشركة من حيث رأس مالها، عدد أسهمها، قيمة الأسهم المدفوعة.
- شروط تتعلق بعدد المساهمين الذين يملكون الشركة.
- شروط تتعلق بالفترة التي مضت على الشركة منذ تأسيسها إلى غاية تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- شروط تتعلق بربحية الشركة
- حقوق المساهمين، حجم المبيعات، صافي الأرباح، توزيع الأرباح.
- شروط تتعلق بسيولة الأسهم ومعدل دوران السهم.
- شروط تتعلق بالتزام الشركة بالإفصاح وإعلام السوق بأنه معلومات أو أخبار ضرورية التي تؤثر على سعر السهم الشركة، بالإضافة إلى التزامها بنشر التقارير المالية في الوقت المحدد له.
- ج- **التزامات الشركة بعد عملية الأوراق المالية:** يمكن القول أن الشروط ومتطلبات قيد الأوراق المالية تنقسم إلى:
 - شروط أولية: الشروط التي تسمح للشركة بأن تكون مؤهلة ومقبولة في السوق المالية، وتتعلق بحجم الشركة، الأرباح عدد المساهمين.
 - شروط مستمرة: وهي الشروط التي تساعد على الإفصاح عن المعلومات و الأخبار الضرورية حتى تكون السوق المالية على اطلاع ومعرفة بإنجازات الشركة و أوضاعها وعليه فإن الشركة تلتزم بشكل نستمر بما يلي :
 - يجب أن تلتزم بجميع الأنظمة واللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية، وتعليمات وفتاوى هيئة الرقابة الشرعية، وبأية مستندات إضافية يتم طلبها.
 - أن ترسل إلى لجنة السوق في نهاية كل سنة مالية الوثائق الرسمية الخاصة بالشركة كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وتقارير بمجالس الإدارة، ومراجعي الحسابات.
 - أن ترسل إلى لجنة السوق كافة التعديلات التي جرت على نظام وعقد تأسيس الشركة.
 - أن تبلغ لجنة السوق بالقرارات المتعلقة بتحديد قيمة الأرباح على الأوراق المالية وتاريخ الدفع.
 - يجب أن تلتزم الشركة بإبلاغ السوق والإفصاح فورا عن أية معلومة من شأنها التأثير على سعر الورقة المالية للشركة بالإضافة إلى تغيير في المعلومات المذكورة في طلب الإدراج لدى السوق وأية قرارات تخص المستثمرين.

- قد تتعرض الشركة المدرجة التي لا تتبع أنظمة ولوائح هيئة السوق المالية للإيقاف من التداول أو إلغاء قيدها.

المطلب الثالث: إجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق.

يمكن توضيح إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق المالية الإسلامية والشروط في العناصر التالية:¹

أولاً: إجراءات قيد الأوراق المالية في السوق.

هي المرحلة التي يتعين على الشركة أن تحضر لها على الأقل لمدة سنتين، وذلك بعد اطلاعها ومعرفتها لكافة شروط ومتطلبات القيد في السوق المالية الإسلامية وأثناء فترة التحضير يتوجب على الشركة القيام بما يلي:

- محاولة تقدير كل المخاطر والالتزامات إلى تأتي بعد عملية القيد الفعلي.
 - قبل الانطلاق في عملية تداول الأوراق المالية في السوق، ينبغي الاتفاق على سعر معين لها
 - ينبغي للشركة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأسهم ولا يتحقق لها ذلك إلا من خلال تغيير رأس مال الشركة.
 - تحسين من نوعية وإجراءات الرقابة الداخلية مع تقديم الحسابات في الوثيقة الإعلامية بصورة مطابقة لشروط العملية.
 - اختيار الشركة الوسيط المالي لغرض مساعدتها في التحضير لعملية القيد ومتابعة تصويرها بدقة أثناء وبعد عملية القيد الفعلي.
 - تقوم الشركة بتكوين وتحضير المستندات اللازمة التي تتطلبها السوق لعملية القيد
- ثانياً: تعليق وشطب الأوراق المالية المقيدة بالسوق.**
- إذا خالفت الشركات المقيدة شروط ومتطلبات القيد المتبعة، قد تتعرض لتعليق وشطب أوراقها المقيدة في السوق، وتنقسم طرق التعليق إلى ثلاثة أنواع حسب نوع المخالفة كما يلي:²

¹ عبد الحكيم أحمد الخزامي، مرجع سابق، ص: 400.

² حسين محمد سمحان وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، جمهورية مصر العربية، ، 2012، ص، ص: 198-199.

1- التعليق المؤقت: يقصد به وضع اسم الشركة المخالفة لأحد شروط القيد في سجل خاص للشركات وبصفة مؤقتة

2- التعليق التدريجي: يقصد به تحويل قيد الأوراق المالية للشركة من السوق الأولى إلى السوق الثانية.

3- التعليق الدائم: ويقصد به شطب أوراق الشركة من التداول في السوق. ويحقق لهيئة السوق المالية أن تقرر تعليق أو شطب تداول أسهم إحدى الشركات المدرجة لعدة أسباب أهمها:

- في الحالات التي يتم فيها تخفيض رأس مال الشركة.
 - في الحالات التي يتم فيها اندماج الشركة أو تصفية الشركة وإعلان إفلاسها.
 - في حالت انخفاض صافي حقوق المسلمين إلى ما دون نسبة معينة، وقد حددتها بعض الأسواق ب 25% من رأس مال المدفوع.
 - توقف النشاط الفعلي للشركة لمدة 03 أشهر دون ذكر الأسباب التي تبرر هذا التوقف.
 - عدم قيام الشركة بحفظ سجلات اللازمة للمساهمين بطريقة صحيحة.
 - في حالت قيام الشركة بممارسة أنشطة تتعارض وأحكام الشريعة الإسلامية.
- المبحث الثالث: أدوات السوق المالية الإسلامية.**

جميع أدوات السوق المالية الإسلامية تقوم على مبدئين أساسيين هما المشاركة والمضاربة، ومن أهم أدوات هذا السوق الأسهم العادية، الصكوك وصناديق الاستثمار الإسلامي.

المطلب الأول: الأسهم العادية وتطهيرها.

تمهيد:

يجب اعتبار الأسهم العادية جزءًا هامًا من أدوات الاسواق المالية وهي عرضة للمخاطر بالمقارنة بالديون والأسهم الممتازة والسندات، لكن كلما زادت المخاطر زادت معها الأرباح المتوقعة؛ فعلى المدى البعيد تتجاوز أرباح الأسهم عادةً أرباح باقي الاستثمارات، بيد أنها تبقى أكثر عرضة لتقلبات الأسعار على المدى القريب.

أولاً: الأسهم العادية.

هي صكوك تمثل حصة في الشركة لحاملها، بحيث يشارك حامل في الأرباح التي تحققها الشركة أو في الخسائر حسب مساهمة في رأس المال، وهذا يعني أن ملكية حامل السهم تستمر لأموال التي استثمارها كما يحتمل مخاطر استثمار هذه الأموال، وبالتالي فإن حامل الأسهم هو شريك في الشركة المساهمة وتطبق عليه أحكام الشركات في الفقه الإسلامي¹، لذا يجوز للمصارف الإسلامية الاستثمار في الأسهم العادية بشروط معينة حددها المعيار 21 من معايير المحاسبة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث يبين هذا المعيار الأحكام المتعلقة بتداول الأسهم نذكر منها أربعة وعشرين حكماً:

- يجوز إصدار الأسهم العادية للشركات ذات النشاط المشروع .
- يجوز إضافة علاوة أو نسبة مناسبة إلى قيمة الأسهم لتغطية مصاريف الإصدار.
- يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة بشرط أن تصدر بالقيمة العادلة للأسهم العادية.
- يجوز ضمان الإصدار بدون مقابل لقاء الضمان.
- يجوز تقسيط قيمة السهم ومسؤولية المساهم عن كامل السهم.
- يجوز شراء وبيع أسهم الشركة حالاً أو أجلاً.
- يجوز الإسهام أو التعامل للسيطرة من أجل التغيير.
- لا يجوز التعامل بأسهم الشركات يخالف نشاطها أحكام الشريعة الإسلامية.
- لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات ينص نظامها الأساسي على أهداف التعامل بالمحرمات.
- أن لا يتجاوز الاقتراض والاقتراض أو الايداع بالربا 90% من القيمة السوقية للأسهم، علماً بأن ذلك كله حرام.
- أن لا يتجاوز الربح الحرام الحرام 5% إجمالي الإيرادات.
- لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي أو بأي أسلوب آخر محرم.
- البيع القصير لا يجوز بسبب عدم ملكية البائع الأسهم ولاحتواء العقود على الربا.
- يجوز بيع السهم بعد تملكه وقبل تسجيله كما يجوز بيعه مرابحة لمن يرغب بالافتناء لا لمن يرغب بالمتاجرة إذا كانت الموجودات أعياناً لا تشترك مع النقد بعلّة ربوية "ذهب . ديون "

¹ حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق ص: 199-200.

- لا يجوز بيع السهم مرابحة إذا كان محل البيع هو قيمة السهم.
- لا يجوز إقراض الأسهم بسبب التغيير المستمر في قيمة الموجودات.
- يجوز من الأسهم بغض النظر عن طبيعة موجودات الشركة.
- لا يجوز السلم في الأسهم لأن محل السلم موصوف في الذمة، بينما أسهم الشركات لا يتأتى فيها إلا التعيين، والسلم في الأسهم يتضمن بيع الأعيان غير مملوكة، كما لا يمكن ضمان عدم انقطاع الأسهم من السوق عند حلول الأجل.¹
- لا يجوز تأجيل الأسهم لأي سبب لعدم إمكانية تمكين المستأجر من الانتفاع بالأصوات التي تمثلها.
- يجوز إعارة الأسهم .
- لا يجوز تداول الأسهم إذا كانت موجوداتها نقود وديون فقط إلا بقيمتها الإسمية نفسها.
- إذا اختلطت موجودات الشركة من أعيان ونقود وديون وكان طبيعة نشاطها التعامل بالمنافع والأعيان فيجوز تداول أسهمها بالتفاضل بشرط أن لا تقل الأعيان والمنافع عن 30% من القيمة السوقية للموجودات.
- إذا كانت طبيعة أعمال الشركة في النقود والفضة فيجب تطبيق أحكام الصرف عند التعامل بأسهمها.
- إذا كانت طبيعة أعمال الشركة في الديون فيجب تطبيق أحكام الدين عند التعامل بأسهمها:
- في حالة قيام الشركة بإقراض بفائدة أو الإيداع في البنوك: يجب أن لا يزيد المبلغ المودع في البنوك الربوية على 30% من القيمة السوقية لموجودات الشركة كما جاء في المعايير والأصل أن هذه الإيداع لا يجوز، خاصة مع وجود بنوك الإسلامية يجب استبعاد هذا الكسب كاملاً من إيرادات الشركة وصرفه في أوجه الخير حسب الخطوات التالية:²
- حصر الفوائد المقبوضة .
- استخراج نصيب كل مساهم من الفوائد المقبوضة .

¹ حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص: 200.

² نفس المرجع، ص، ص: 200 - 201.

- تحديد نصيب كل مساهم من القدر الواجب التخلّص منه في أوجه الخير عن طريق ضرب عدد الأسهم في نصيب كل سهم.
 - في حالة قيام الشركة بالتعامل الجزئي في الموجودات المحرمة شرعا: الأصل عدم الاستثمار في مثل هذه الشركات وإن حصل ذلك في الأسباب خاصة فيتم:
 - حصر الإيراد الناتج من النشاط الغير المشروع .
 - استخراج نصيب كل سهم من إيراد غير مشروع والتخلّص منه.
- ثانيا: تطهير الأسهم.**

يقصد به التخلّص من أية عوائد محرمة، حصل عليها المستثمر نتيجة استثمار خطأ لأمواله من ناحية الشرعية التي تحصل عليها الشركة المساهمة من البنوك، نتيجة لتعاملاتها الفرعية معها أصل عمل الشركة والغالب عليه الحلال.

مسؤولية التخلّص من الإيراد المحرم على مالك السهم، وليس على من باع السهم . يتم اخراج ما يخص السهم من الربح الحرام، سواء أتم توزيع الأرباح أم لم يتم، عند تحقيق خسائر وتختلف عملية تطهير الأسهم عندما تكون الشركة قد اقتضت بالربا عن كونها مقرضة أو مودعة في البنوك بالربا. ففي حالة اقتراض الشركة من البنوك نقارن بين فائدة البنك ومعدل الربح للشركة. إذا تساوى المعدلان فهذا يعني أن جميع العوائد المحققة نتيجة الاقتراض قد خرجت من ملك الشركة فتكون الأرباح طاهرة إذا كان معدل الفائدة أكبر، تكون الشركة قد أخرجته من ملكها، مبلغا أكبر من العوائد المحققة نتيجة اقتراض فتكون الأرباح طاهرة أيضا في هذه الحالة، بينما إذا كان معدل الفائدة أقل فيكون الفرق عن معدل العائد هو كسب غير مشروع يجب التخلّص منه.¹

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية.

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرا لما تختص به من خصائص ومزايا عديدة تميّزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى.

أولا: تعريف الصكوك.

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في التمويل التنموية الاقتصادية، دار الجواهر للنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية، 2014، ص: 49.

تعرف الصكوك لغة واصطلاحاً، كما يلي:

- 1- لغة:** جمع صك وهي كلمة فارسية معربة، وتعني: شهادة أو وثيقة أو مستند. ومن حيث التعريف، وفقاً لتعريف المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيار رقم 18 عن الصكوك. فقد نص على أنها " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في ملكية موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"
- 2- اصطلاحاً:** الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة عند إصدارها، يمكن تداولها ولا تقبل التجزئة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص.¹

يتعين توافر الشروط الآتية في الصكوك:

- الشفافية والوضوح في الحقوق والالتزامات.
- ارتباط العائد من الصكوك بالهدف من إصدار الصكوك .
- قيام الصكوك على موجودات حقيقية وليس على مجرد مشتقات مالية.

ثانياً: فكرة الصكوك الإسلامية.

تتجلى أحد أوجه التمويل الإسلامي ومنها التمويل بالصكوك الإسلامية، يربطه بين التمويل والإنتاج أي بين النظام المالي والنظام الاقتصادي، فهو التمويل بحقوق الملكية، مشارك في المخاطر وتقاسم الربح عملاً بقاعدتي الغنم بالغرم والخراج بالضمان.

1- القاعدة الأولى الغنم بالغرم: تقضي بأن العائد أو الربح على رأس مال حصيلة إصدار الصكوك أي الغنم، لا يحل إلا إذا كان صاحب رأس المال حملة الصكوك قد عرضه للمخاطرة، أي عرضه للغرم.

2- أما القاعدة الثانية الخراج بالضمان: فتقضي بأن الخراج وهو العائد لا يحل إلا في المقابل تحمل الضمان، وهو التعرض للمخاطر، أي تحمل تبعه الهلاك والتلف والخسارة إن وقعت.

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 50.

ومن هنا تقوم فكرة الصكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل على منوال الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار.

حيث تؤسس شركة لهذا الغرض، لها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى هذه الشركة إصدار الصكوك اللازمة للتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، واستغلال حصيلة الاكتتاب في الغرض الذي نصت عليه نشرة الاكتتاب ووفقاً لصيغة التمويل المناسبة والتي تقوم على أساسها عملية هيكلية الإصدار وقد تكون الجهة المصدرة لهذه الصكوك أحد المصارف الإسلامية أو أي بيت تمويل إسلامي أو شركة أوجه حكومية لها شخصية معنوية، وتتنشأ هذه الجهة وفقاً للقوانين المحلية السائدة في الدولة التي سوف تنشأ فيها.

وبالتالي فالصك هو الوثيقة محددة القيمة التي تصدر باسم مالكه مقابل القيمة التي قدمها بقصد تمويل مشروع استثماري محدد كصكوك الشركات العقارية أو تمويل الجانب الاستثماري في الموازنة العامة للدولة حيث تسهم الصكوك بصورة فعالة في تمويل مشاريع البنية التحتية من الكهرباء والماء والغاز والطرق، بالإضافة إلى إمكانية استخدامها في المشروعات التنموية كالزراعة والصناعة .

3- فلسفة الصكوك الإسلامية: إن فلسفة الصكوك تقوم على توفير التمويل اللازمة للمشروعات استثمارية جديدة أو إعادة هيكلية مشروعات تكون تابعة للحكومة أو للقطاع الخاص لفترة محددة وعند الانتهاء من هذه المشروعات تعود ملكيتها للدولة أو قطاع الخاص فالصكوك وسيلة تمويلية لمشروعات معينة وتستلزم وجود آلية تنظيم عملية وشفافية المشاركة في الغنم والفرم¹.

4- الصكوك الإسلامية: ظهر اهتمام علماء الشريعة يطرح صكوك الاستثمار الشرعية بديلاً مناسباً للسندات الربوية عندما طرحت للبحث في المؤتمر العلمي الأول الاقتصادي الإسلامي عام 1986 م ثم تبعته عدة محاولات منها في ماليزيا حيث عرف بنك إسلام ماليزيا عن التعامل في سندات وأدوات الخزنة فأصدرت الحكومة، شهادات استثمارية خالية من الربا، ثم محاولة دكتور سامي حمود في بحثه " سندات المقارضة " الذي قدمه ضمن مشروع البنك الإسلامي بالأردن عام

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 50.

1987م وكان المقصود منها ايجاد البديل الإسلامي للسندات أو القرض الذي تقوم عليه أساس الفائدة الربوية وكانت فكرة بحثه سندات المقارضة التي تعتمد على المضاربة في الاستثمار. وقد طورت هذه الفكرة حينما عرضت على مجمع الفقه الإسلامي في دوريته الرابعة بحددة عام 1988م الذي فوج بتصور متكامل وضوابط شرعية لصكوك المقارضة، وانطلاقاتها الحقيقية بدت حين أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية في البحرين عام 2003 معيارا شرعيا لصكوك الاستثمار يشمل جميع الصكوك التي ظهرت حتى وقتها، ومن ذلك التاريخ بدأ ظهور وتطور صكوك الاستثمار الإسلامية، فانطلقت الصكوك بخامة في الدول الخليج، ونمت حتى غزة العالم على رأسه مجموعة الثمانية.

5- أسباب إصدار الصكوك: إن هناك حاجة ماسة إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية للأسباب التالية:

- إن وجود هذه الأداة الاستثمارية الإسلامية يرفع الحرج عن شريحة كبيرة من المستثمرين الذين يحتاجون إلى مثل ما لأسباب معقولة.
- إن هذه الأداة الاستثمارية تساعد الدولة في تغطية عجز ميزانيتها.
- إن وجود هذه الصكوك الاستثمارية يثرى بها السوق المالية الإسلامية لأنها الطرف المكمل للأسهم.
- إن هذه الصكوك تساعد الأفراد على توظيف مدخراتهم.
- إن وجود هذه الصكوك يعطي حاجة ملحة للشركات التي تحتاج إلى سيولة لأمد معقول.

6- خصائص الصكوك الإسلامية:¹

- الصكوك لها قيم اسمية محددة يحددها القانون أو نشرة الإصدار.
- الصكوك متساوية في القيمة ، وفي الحقوق والواجبات وفي ملكية الأموال الخاصة بها.
- الصكوك بعضها قابلة للتداول وفق شروط معينة.
- عدم قبول الصك المتجزئة في مواجهة الشركة وفي حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه ،فإنه لابد من الاتفاق على أن من يمثلهم أمام الشركة شخص واحد.
- يمثل الصك حصة شائعة في ملكية حقيقية.

¹ أدهم ابراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص، ص: 53-54.

- إن مسؤولية أصحاب الصكوك مسؤولية محددة بقدر قيمة صكوكهم.
- إن مالك الصك مشارك في موجودات المشروع، ولذلك له الحق في رقابة ونحوها وفق رفع دعوى المسؤولية على الإداريين والحق في نصيب الأرباح و الاحتياطات وتنازل عن الصك والتصرف فيه إلى ما يمنعه القانون والتزم به من خلال نشرة الإصدار، وحق اقتسام موجودات المشروع عند تصفيته.
- أن مالكي الصكوك يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار ويتحملون غرمها بنسبة ما يمكن كل واحد منهم.
- أنها تصدر على أساس عقد شرعي مثل الاستصناع أو الإجارة أو المضاربة، بضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها وبقية أحكامها وبالتالي فهي خاضعة لأحكام ذلك العقد.
- تمثل صكوك أداة تمويل خارج الميزانية للإدارة لا تحتاج لتعليل استخدامها لأن شراء الأصول سيتم من خلال حملة الصكوك المستثمرين.

المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامي.

تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق طرق وأساليب مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومحترفة، وذلك بغرض تنميتها والمحافظة عليها وتحقيق التنمية الاقتصادية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامي.

صناديق الاستثمار الإسلامية هي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

وعرفها البعض بأنها: صناديق تهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة بشرط أن تكون غير ربوية، ومن ثم فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات والمتاجر في المعادن والصفقات التجارية بشرط أن تكون غير ربوية ومتوافقة مبادئ الشريعة الإسلامية.

كما اخرون بأنها: صناديق يلتزم فيها المدير بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيها، وبخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية وتظهر هذه الضوابط في نشر الإصدار التي

تمثل الإيجاب الذي بناء على قبول المستثمر له يشترك في الصندوق، وكذلك تظهر في الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب.¹

وعرفها البعض تعريفاً أكثر تفصيلاً بأنها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكنتبين فيه حيث يمثل المكنتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضاربة، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة وتعطي للمكنتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل الحل منهم خاصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروع حقيقية مختلفة ومتنوعة أو بطريقة غير مباشرة كإجراء وبيع أصول أوراق مالية كأشهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة بالكيفية المتفق عليها .

ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي.

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامي إلى عدة أنواع شأنها في ذلك شأن صناديق الاستثمار التقليدية ونعرض فيما يلي لأهم صناديق الاستثمار الموجودة اليوم والتي تنتشر في البنوك في الدول الإسلامية:

1- صناديق الأسهم الإسلامي: هي الصناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها، كما تحصل على الأرباح أيضاً من فوائد الأسهم المستثمر فيها وقد ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبة المسلمين الملتزمين الذين يحرصون على الدخل المباح الذي أحله الله تعالى، حيث تنقسم الشركات المساهمة التي يمكن لهذه الصناديق استثمار أموالها فيها إلى نوعين من الشركات، الأول: الشركات التي تكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تعمل في إنتاج وبيع الخمر، وهذه لا يجوز المساهمة فيها بأي حال من الأحوال لأن ذلك يعني إدخال صاحب السهم في عمل غير جائز شرعاً، والثاني: شركات يكون نشاطها الأصلي مباحاً ولكنها تمارس بعض الأنشطة.²

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 55.

² المرجع السابق، ص: 56.

2- صناديق السلع: وهي صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب ويتم استخدام عقود البيوع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المرابحة والسلم و الإستصناع. وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية فإن هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها والتي تمثل فيما يلي:

- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شرائها بالنقد وبيعا بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الأجل أو المرابحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالية.
- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلا ويتحقق للطرفين القبض والذي هو أساس صحة البيع.
- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث غير محدد لا يعتبر البيع جائزا.¹

3- صناديق التأجير: وهي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاة بحيث تولد دخلا مستقرا على الاستثمار، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسبة على المكتتبين ويحصل كل مكتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق، وتسمى هذه الشهادات "الصكوك" وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شرائها بالسوق الثانوية، ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قوى العرض والطلب.

وتنقسم نفود الإيجار إلى نوعين:

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 57.

الأول: تأجير مباشر وهو صيغة التمويل المعروف حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل من الأصول ثم تأجيره بأقساط شهرية أو دورية بحيث يشرد رأس ماله وقدرًا من المريح المنفق عليه ويبقى الأصل ملكًا للبنك حتى نهاية العقد.

الثاني: تأجير غير مباشر مثال ذلك أن تكون عمليات التأجير جزءًا من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة.

وحتى تكون عمليات الصناديق التأجيرية صالحة لأن يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي فإنه يتعين توافر الضوابط التالية:

- يجب أن يكون الصندوق مالكًا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاء رقبته وتوليده للمنافع طوال مدة العقد.

- يجب تحديد الإيجار لكل طرف قبل بداية العقد، بحيث ينص العقد على الأجرة بطريقة نافية للجهالة طوال مدة العقد.

- يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المنجز بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها انفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر للأجرة على أية حال يون عليها الأصل.

- يلتزم المؤجر بكل الالتزامات المترتبة على ملكية الأصول.

- يجب أن يتفق استخدام الأصول الإيجار مع أحكام الشريعة الإسلامية، وعلى ذلك فلا يجوز استخدامها في أغراض تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية أو الأعمال الغير جائزة كأن تقترض بالفائدة أو تودع أموالها لدى البنوك الربوية، وهذا النوع من الشركات كان محل خلاف بين الفقهاء، المحاصرين، فمنهم من قال بأنه لا يجوز الاستثمار فيها إذ لا يختلف حكمها في نظرهم عن النوع الأول ومنهم من قال لا بأس من الاستثمار فيها ولكن يجب على المستثمر أن يقوم بتقديم الدخل الحرام، لإخراجه مما يتحقق له من ربح وقد أسست صناديق الأسهم على الرأي الثاني .

وعلى ذلك فإن عمل صناديق الأسهم الإسلامية تقوم على مبادئ التالية:

- اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحا فلا يستمر الصندوق في البنوك الربوية أو الشركات التي تمارس نشاطها في إنتاج المواد المحرم.
- أن يقوم مدير الصندوق بحساب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.¹
- أن يتقدم مدير الصندوق بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود.
- عدم ممارسة عمليات غير جائزة مثل ما يسمى بالبيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك .
- وتعد صناديق الأسهم الإسلامية أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامي حيث يجتمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة في الصناديق الإسلامية.
- 2- مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية:** تتمتع صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا والتي تشمل ما يلي:
- أ- تحمل أرباب الأموال ولمخاطر العمل الاستثماري المباشر:** لا شك أن صناديق الاستثمار إنما وقع لها القبول بين اتجاه العام في النشاط المصرفي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصاريف في تحمل هذه المخاطر، ولقد كان للبنوك الإسلامية قصب السبق وفضل الزيادة في توطيد هذا الاتجاه، ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي يعتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطورا في الوساطة المالية فعقد المضاربة الذي اعتمدا عليه عمل البنوك الإسلامية لا يجعل المصرف مقترضا من أرباب الأموال، كما أنه لا يولد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله بل يجعل المصرف في منزلة مدير الأموال، ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل أنواع الاستخدامات من الربح والمخاطرة، ولا يتحمل المصرف المخاطر الاستثمارية نيابة عن أرباب الأموال، فإذا خسرت استثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية بخلاف البنوك التقليدية التي تضمنوا هذه الأموال لأصحابها، فمننا الجلي إذا أن نفس المنطق الذي

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 57.

كان أساس ظهور صناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها هو نفس المنطق الذي اعتمد عليه نموذج المصرف الإسلامي الذي يقيم في جانب الخصوم على عقد لمضاربة.¹

ب- سهولة إنشائها: إذا كان إنشاء البنك الإسلامي في بلد ما يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجوداً، وإصداراً قانون خاص، إلا أن إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان خاصة أن هذه القوانين أخذت في اعتبارها أن الفرض الأساسي من الصناديق الاستثمار هو تبليغ تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، ولما كان الهدف من إنشاء الصناديق استثمار الإسلامية هو رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية، فإن إنشائها يعد أمراً حسناً وإنجازاً لا يستهان به، ومن هنا كانت الصناديق الاستثمار الإسلامية بالغة أهمية في مرحلة التطور التي تمر بها الدول الإسلامية .

ج- رفع بلوى الربا: إذا نظرنا إلى القطاعات المصرفية في الدول الإسلامية لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تقل بالفائدة، ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع الربا عن المجتمعات الإسلامية ويجب أن يأخذ باعتباره أنه لم يكن بهذه الآلاف من البنوك القائمة التي تربط بها مصالح الملايين من المسلمين دور مباشر من هذا المشروع فإن فرص نجاحه تكون قليلة، ولا شك أن لصناديق استثمار أهمية بالغة في رفع بلوى الربا حيث أنها تمثل أول تذوق من البنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري يختبر من خلاله حقيقة مؤداها أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال على الحرام، ويتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ويذوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي الربوي، ومن ثم تساهم صناديق الاستثمار الإسلامي في رفع بلوى الربا عن المجتمعات الإسلامية.

د- منع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق: تتميز صناديق الاستثمار في نظام الاقتصاد الإسلامي بأن الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق والذي يتخوف منه كثير من المدخرين لا يقع فيها، لأن الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك، والقوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 58.

وحجمها وهي بخلاف التوافق في البنوك التقليدية لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين.¹

و- تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين: من أهم مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية أنها يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك يشمل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز وأن تكون توطئة لقيام البنوك الإسلامية وتوظيف دعائم العمل المصرفي اللاروي في أي بلد من بلاد المسلمين ومما يؤكد ذلك أنه في المملكة العربية السعودية نسوق البنوك نحو 50 صندوقاً استثمارياً أكبرها حجماً وأكثرها ربحاً الصناديق الإسلامية.

خاتمة الفصل :

تناولنا في هذا الفصل ماهية السوق المالية الإسلامية من تعريف وأنواع ومكونات، وتنظيم إدارة السوق المالية الإسلامية واللجان الفرعية لها و مزايا قيد الأوراق المالية الإسلامية و إجراءاتها وإجراءات قيد وتعليق الأوراق المالية في السوق، و أدوات السوق المالية الإسلامية المتمثلة في الأسهم العادية وتطهيرها الصكوك الإسلامية و صناديق الاستثمار الإسلامي.

يقوم النظام المالي والاقتصاد الإسلامي على منظومة من القيم والمثل والأخلاق مثل الأمانة والمصادقية و الشفافية والبيئة والتهيئة والتيسير والتعاون والتكامل والتضامن، فلا اقتصاد إسلامي بدون أخلاق ومثل، تعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والأمان والاستقرار لجميع المتعاملين، وفي الوقت نفسه، تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والجهالة والاحتكار و الاستغلال والجشع والظن وأكل أموال الناس بالباطل وأنها سوق لا تكون أدوات الدين هي الغالبة في تعاملاتها، وإنما تشجع وتحفز على تداول الأدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث على الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية السلع والخدمات.

¹ أدهم إبراهيم جلال الدين، مرجع سابق، ص: 58.

الفصل الثاني

المالية الإسلامية الواقع و التحديات

- المبحث الاول : شروط وضوابط ومتطلبات السوق المالية الإسلامية.
- المطلب الأول : واقع المالية الإسلامية.
- المطلب الثاني: مبادئ وضوابط انشاء سوق مالية اسلامية.
- المطلب الثالث: متطلبات و تحديات انشاء سوق مالية اسلامية.
- المبحث الثاني: تجارب دول لإنشاء سوق مالية إسلامية.
- المطلب الأول: التجربة الماليزية في إنشاء السوق المالية الإسلامية.
- المطلب الثاني : السوق المالية السعودية.
- المطلب الثالث: التجربة البحرينية.
- خاتمة الفصل

تمهيد:

لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة وإيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية تمارس وظائفها وأنشطتها على النحو الذي نُظِر لها وتؤدي دورها التمويلي والتنموي تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزءاً مهماً من النظام المالي الماليزي، بالإضافة إلى السعودية والبحرين التي قاموا بالتعاون مع أطراف عديدة بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية التي تتم بتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية.

المبحث الأول: شروط وضوابط ومتطلبات السوق المالية الإسلامية.

سننظر في هذا المبحث شروط وضوابط ومتطلبات السوق المالية الإسلامية الذي يتضمن واقع المالية الإسلامية ومبادئ وضوابط انشاء سوق مالية إسلامية متطلبات و تحديات انشاء سوق مالية إسلامية.

المطلب الأول : واقع المالية الإسلامية.

شهدت الصناعة المالية الإسلامية مع نهاية الألفية الثانية وبداية الألفية الثالثة نهضة غير مسبوقة، تجلى ذلك في انتشارها عبر الكثير من دول العالم في القارات الخمس، واتساع أهميتها وازدياد حجم أصولها وتنوع تطبيقاتها. ومع نهاية العام 2019 ستكون الصناعة قد بلغت -أو اقتربت بلوغ- حجم التريلونات الثلاث وهو رقم كان يعتبر قبل فترة ليست بالبعيدة صعب التحقق. ولم يعد الاهتمام اليوم منصبا على لفت انتباه القائمين على النظام المالي العالمي أو المشرعين على مستوى الدول الى وجود نظام مالي يستمد أسسه من مبادئ الشريعة الإسلامية أو على اثبات الذات، بل انتقلت الصناعة الإسلامية اليوم الى منافسة التطبيقات المؤسسية التقليدية العريقة في قطاعات المصرفية والتأمينات وأسواق المال.

وتعتبر الدول العربية رائدة الصناعة المالية الإسلامية، لا يضاهاها في ذلك الى دول شرق آسيا المسلمة ماليزيا واندونيسيا، فهي كانت حاضنة أولى التجارب المؤسسية الحديثة للمالية الإسلامية، وبغض النظر عن مدى نجاحها في الأول، الى أن تجارب وتطبيقات كثيرة ومتنوعة عرفتتها مصر والسعودية والامارات والأردن وغيرها. وحاليا تشير التقديرات الى أن 65% من حجم

الصناعة المالية الإسلامية يوجد بالدول العربية ما يدل على أهمية الدور المنوط بالعالم العربي في انجاح هذه التجربة الرائدة

اولا :البنوك الإسلامية: تمثل البنوك أكبر نسبة مساهمة في الصناعة المالية الإسلامية أكثر من ثلثي حجم الصناعة، وهي قائدة الصناعة بامتياز، ويرجع الفضل لها في تقديم البديل الفعلي للمصرفية التقليدية القائمة أساسا على الإقراض بفائدة . وعلى غرار البنوك التقليدية، فإن البنك الإسلامي هو مؤسسة مالية و وظيفتها الرئيسية هي قبول الودائع على اختلاف أنواعها، غير أنها تختلف في طريقة توظيف تلك الأموال، ففي حين تقوم البنوك التقليدية بتوظيفها في شكل رئيس هو القروض بفائدة، فإن البنوك الإسلامية تستخدمها في مختلف صيغ التمويل الإسلامي مرابحات، تورق مشاركات، ايجارات.... كما يشترك النوعان في تقديم مجموعة من الخدمات المالية والمصرفية كصرف العملات والحوالات والكفالات وغيرها. وقد ارتفعت الحصة السوقية للبنوك الإسلامية ضمن القطاع المصرفي في الكثير من الدول، ويتم تصنيف البنوك الإسلامية على أنها ذات أهمية نظامية في 12 دولة، حيث بلغت حصتها السوقية في تلك الدول ما لا يقل عن نسبة 5%¹.

ثانيا التكافل: وتبلغ عدد مؤسسات التكافل حوالي 306 مؤسسة، بما في ذلك نوافذ التكافل وإعادة التكافل التي توفر منتجات التكافل ، فيما يقل عن 45 دولة عالميا ،وتعد منطقة جنوب شرق آسيا من أكبر الدول التي بها مؤسسات تكافل بنسبة تصل الي 30 %تليها دول منطقة مجلس التعاون الخليجي حيث تستحوذ على 27 % من مؤسسات التكافل ثم منطقة الشرق الأوسط بنسبة 26 % ثم منطقة جنوب آسيا بنسبة 14 %وتليها منطقة جنوب الصحراء الكبرى بأفريقيا بنسبة 3 %من مؤسسات التكافل وتواجه صناعة التكافل العديد من التحديات تتركز بعضها داخلية داخل نطاق مشغلي التكافل ومنها تسعير المخاطر، وحكومة التأمين، والإطار العام لإدارة المخاطر وغيرها من التحديات الخارجية مثل انخفاض بيئة العائد على الاستثمار، والخسائر الكارثة وعدم الاستقرار السياسي وتتنوع استثمارات التكافل في كل من قطاع التكافل العام وقطاع التكافل الخاص والتي تتمثل في الصكوك والأسهم والنقدية والودائع والعقارات²

¹ عبد الكريم احمد قندوز، التقنيات المالية و تطبيقاتها في الصناعة المالية الإسلامية، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة،

2019، ص: 92.

² المرجع السابق

ثالثاً أسواق المال الإسلامي : على الرغم من أن سنة 2018 لم تكن جيدة لصناعة الصكوك في العالم، على الأقل مقارنة بما كان متوقعا حيث حققت نموا متواضعا بسبب ارتفاع أسعار السلع، إلا أن أهم ملامح السلع الجديد هو عودة بعدما قادت الصكوك الشركات القطاع لبضعة سنوات الصكوك السيادية وعلى أية حال، لانتزاع الصكوك تكسب اهتمام مصدرين جدد وبالتالي زيادة قاعدة المستثمرين وهو مؤشر ايجابي. وقد شكلت الصكوك فعليا مصدرا بديلا قابلا للتطبيق لتمويل البنية التحتية، وتمويل المشاريع، واحتياجات الشركات من الأغراض العامة، وكفاية رأس المال، ومتطلبات الميزانية ولغرض ادارة السيولة، الاخ . بلغ اجمالي الاصدار العالمي من الصكوك 15.123 مليار دولار أمريكي في عام 2018 . وكما هو موضح في الرسم البياني رقم 14 أظهرت اصدارات الصكوك العالمية زيادة متواضعة بنسبة 5 % مقارنة بسنة 2017) 7.116 مليار دولار أمريكي). أهم الاصدارات الرئيسية تمثلت في اصدار الصكوك السيادية من آسيا ودول مجلس التعاون الخليجي وافريقيا، ولا تزال كل من ماليزيا والسعودية تحافظان على الاصدار والتداول، مع زيادة حصة دول مثل اندونيسيا والامارات والسعودية والى حد ما من تركيا، كما عرفت الصناعة دخول مصدرين سياديين هما المغرب ومالي. ومن التطورات المثيرة للانتباه هي الاهتمام المتزايد بإصدار الصكوك الاستثمار المسؤول اجتماعيا لدعم التمويل والصكوك الخضراء وإصدار الصكوك من خلال تقنية سلسلة الكتل SME المشاريع الصغيرة والمتوسطة علاوة على ذلك ، فإن الاهتمام المستمر من قبل الجهات المصدرة السيادية وشبه السيادية والمؤسسات المالية مثل حكومة البحرين وأندونيسيا وتركيا وباكستان وعمان والسعودية والامارات العربية المتحدة والبنك الإسلامي للتنمية أبقت سوق الصكوك نشطا .¹

اصدار صكوك بحسب النوع : تتنوع هياكل اصدارات الصكوك ما بين صكوك مرابحة، وصكوك اجارة وصكوك مضاربة، وصكوك مشاركة، وصكوك استصناع وصكوك سلم ، وصكوك وكالة²

صناديق الاستثمار الإسلامية: تز ايد عدد صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم ليصل الى 1292 صندوقا عام 2018 بقيمة اجمالية 67،4 مليار دولار أمريكي وإد كان عدد الصناديق

¹ عبد الكريم احمد قندوز، مرجع سابق، ص: 92

² نفس المرجع، ص: 94

ارتفع بحوالي 11% مقارنة بنسبة 2017 ، الى أن نمو قيمتها لم يكد يتجاوز نسبة 1% وتتركز معظم استثمارات تلك الصناديق في الأسهم 42% وأسواق المال 25% والسلع 15%.¹

المطلب الثاني: مبادئ وضوابط انشاء سوق مالية اسلامية.

أولا المبادئ:

- المنافسة الحرة والعادلة.
- تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب
- توافر معلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة.
- عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال.
- العمل قدر المستطاع على تجنب "الوساطة" في المعاملات إلا إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق.
- أن يكون مصدر القوانين واللوائح المنظمة للسوق المالي الإسلامي مأخوذة من الشريعة الإسلامية.
- فرض الأحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات.
- الاستفادة من تجارب بعض البلدان الإسلامية التي لها السبق في النشاط المالي الإسلامي، وذلك بعد التأكد من عدم معارضة القوانين و اللوائح الشريعة الإسلامية
- الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية التعاملات فيها.
- منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات تنتافي من أحكام الشريعة الإسلامية
- وجوب وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط وكفيلة بتحقيق سلامة التعاملات والتداول المالي، وتفاذي وقوع الغش والغبن ما قد ينعكس سلبا على أسعار الأوراق المالية.

¹ عبد الكريم احمد قندوز، مرجع سابق، ص: 95.

- عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترحيح من حيث الوقت والمكان ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.

ويلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة، ففي السوق الاقتصادية الإسلامية تترك الحرية لقوى السوق كي تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا ظهرت في السوق تأثيرات احتكارية يحتمل أن تؤدي إلى تشويه آلية التحديد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق¹

كذلك من المبادئ الأساسية والتي لا يمكن لأي سوق إسلامية أن تستغني عنها:

- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة .

الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي : في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم و هذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق , لكن السوق الإسلامية هي سوق خالية من المضاربة غير المشروعة، حيث لا توجد فيها مثل هذه المضاربات لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون والجالب مرزوق "

- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية : إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية , وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهو مبدأ مهم من

¹ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى،

مبادئ الاقتصاد الإسلامي ، حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

ومن هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوق نقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية¹

ثانيا شروط انشاء سوق مالية اسلامية :

هناك مجموعة من الشروط التي تضبط العمل في السوق المالية من أجل تحقيق أهداف الأسواق المالية الإسلامية منها²

- أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر القوانين و اللوائح التنظيمية التي تنظم و تدير نشاط الأسواق الثانوية و تراقبها و تفرض الأحكام التأديبية اللازمة مع الاستفادة ببعض القوانين و اللوائح المنظمة لبعض الدول إذا تم التأكد من عدم تعارضها مع قواعد الشريعة الإسلامية.
- الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وهو مبدأ إسلامي قديم معروف بالنسبة لأسواق السلع، وعلى ذلك لا يصح فرض أية قيود تمنع حق ممارسة أعمال السمسرة أو البيع أو الشراء في السوق لأن هذا المبدأ يمنع قيام الاحتكارات والتكتلات وهو ما يؤدي إلى قيام المنافسة الحرة التي تعمل على إزالة الفجوة بين أسعار التبادل و القيم الحقيقية للأوراق المالية.
- منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا و أنها لا تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين و الناس.
- وجود قواعد و لوائح تنظيمية كفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة و الغش و الغبن و الغدر و حماية السوق من المضاربة السعرية غير الشرعية.
- شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف المختلفة للسوق المالي.

¹ عبدالرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية.

² محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات

المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2005، ص، ص: 139-140

- منع التعامل الصوري و المضاربة على ارتفاع الأسعار وكذلك منع البيع الائتماني. إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال بهذه الشروط السابقة يحول دون استفادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، و يمنع الاحتكار و الغش و الخداع و يحصر التعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة و تتحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة، فهو يهدف لأن يجعل الأسواق المالية عامل استقرار و أداة تنمية و وسيلة لتجميع المدخرات و تمويل المشاريع لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الاقتصادي و إحداث الانهيارات والأزمات المالية. والواقع أن المؤسسات الإسلامية ليست مطالبة فحسب، شأنها شأن المؤسسات التقليدية، بأن تتوخى الحيطة فيما يتعلق بمعايير الاستثمار بل إنها يجب عليها أن تتأكد أيضا من عدم الإخلال في أي وقت من الأوقات بتعهداتها بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولذا كان من الضروري القيام بمتابعة مستمرة لضمان الالتزام التام بالشريعة و تحمّل مسؤولياتها في هذا الصدد ومن هنا تخضع المؤسسات المالية الإسلامية لمراجعة إضافية من جانب هيئة الرقابة الشرعية فضلاً عن المراجعة العادية من جانب مراقبي الحسابات الخارجيين.¹

ثالثاً ضوابط انشاء سوق مالية اسلامية :

تمهيد : بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي و بقيت ضيقة في حجم معاملاتها، ومؤسساتها² إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالي إسلامي، نذكر منها ما يلي³

- **المال:** وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
- **الأوراق المالية الإسلامية:** لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.
- **المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية:** فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها لمدخراتها.

¹ - عبدالرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية.

² - محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، بيروت، دار ابن حزم، 2011، ص 127.

³ - أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي جدة: مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995/1415، مرجع سابق، ص 57.

- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.
- وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:¹
- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواج (الثواب والعقاب) حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.
- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية "مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

المطلب الثالث: متطلبات و تحديات انشاء سوق مالية اسلامية.

اولا : المتطلبات التشريعية والتنظيمية :

- 1- تعريف المتطلبات التشريعية والتنظيمية : يقصد بالمتطلبات التشريعية والتنظيمية مجموعة القوانين والانظمة والتعليمات التي تحكم عمل سوق الاوراق المالية من حيث اصدار الاوراق المالية تداول الاوراق المالية ، اجراءات التسوية والمقاصة ، تسجيل ونقل الملكية.²
- 2- تقسيمات المتطلبات التشريعية والتنظيمية :تقسم التشريعات والتنظيمات بصفة عامة الى تشريعات التعريفية والتحفيزية والرقابية ويمكن توضيح كل منها في مايلي:³

¹ - حسين حسن شحاتة، " المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية "، الاقتصاد الإسلامي،_الصادرة عن بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، يونيو 1999، ص 14.

² فيجل عبد الحميد، المتطلبات التشريعية و التنظيمية لاقامة سوق أوراق مالية اسلامية، حالة سوق الاسهم السعودية و امكانية استفادة بورصة الجزائر منها، العدد44، 2018، ص: 478.

³المرجع السابق.

أ- **المتطلبات التشريعية والتنظيمية التعريفية** : هي التي تعرف وتحدد العناصر والانشطة المكونة للنظام المالي بشكل عام ولسوق الاوراق المالية الاسلامية بشكل خاص ، من اشخاص اعتبارين او طبيعيين او ادوات واساليب ومفاهيم مستخدمة، وتحدد هذه التشريعات وظائف ومسؤوليات كل جهة والاجراءات التي تحكم عمل وحركة عناصر والانشطة.

ب- **المتطلبات التشريعية والتنظيمية التحفيزية** : هي التي تهدف الى تحفيز وتشجيع المشاركين في السوق على ممارسة نشاطهم واعمالهم وفق سلوك مهني بناء يساهم في تطوير السوق وانشطتها.

ج- **المتطلبات التشريعية والتنظيمية** :وتهدف الى تعزيز الرقابة الفعالة على السوق وتأمين الحماية للمتعاملين والمشاركين، كما تحدد النشاطات المخالفة التي تضر بالسوق والعقوبات لمنع المتعاملين من ممارسة هذه الانشطة.¹

ثانيا : تحديات انشاء سوق مالية اسلامية:

وعن أهم التحديات التي تواجه سوق العمل المالية الإسلامية يقول الدكتور نجاح : أنه لا مرأ في أن السوق المالية الإسلامية، رغم ميلادها قوية إلا أنها لا تزال في مهدها، كما أنها تلج إلى خضم أسواق مالية عريقة، ولا غرو إذا أن تواجه بتحديات كبيرة من أهمها:

- الحاجة إلى مزيد من التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية، والحاجة إلى مزيد من التعاون والتنسيق فيما بين المؤسسات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية.

- الحاجة إلى إطلاق برنامج ونظم إدارة الجودة للمؤسسات والمنتجات المالية الإسلامية، من خلال إقرار معايير معترف بها دوليا في مجالي الجودة وتطوير المنتجات.

- الحاجة إلى الاندماج لتشكيل كيان مصرفي قادر علي المنافسة، وتقليل تكلفة الخدمات، فقد لاحظ بعض الخبراء المصرفيين أن نحو ثلثي المؤسسات المالية الإسلامية تقع ما دون معايير الحد الأدنى الحرج، أي أقل من 500 مليون دولار من الأصول.

- الحاجة إلى مزيد من المنتجات الإسلامية المبتكرة والمجازة شرعا، مع ضرورة تغيير الأنظمة الضريبية وقوانين الاستثمار الغير مناسبة، وضرورة معالجة التفاوت في هذه الأنظمة والقوانين من بلد إلى آخر.

¹ فيجل عبد الحميد ، مرجع سابق، ص: 478

- ضرورة التركيز علي جوانب ما بعد إصدار وتسويق المنتجات الإسلامية للتأكد علي استمراريتها وجذبها للمستثمر في الأجل الطويل.¹
- ضعف الروابط القانونية، والفنية والتكنولوجية بين أسواق المال المحلية والأسواق العالمية.
- ضرورة إزالة العقبات التي تؤثر سلبا علي عمل البنوك الإسلامية العالمية في دولها، وتزيد من تكاليف منتجاتها ومقدرتها التنافسية عالميا
- بما أن الأسواق المالية الإسلامية هي أسواق حديثة العهد، أدى هذا إلى وجود بعض التحديات أخرى التي أحاطت بأدواتها المالية. ولذلك كان لا بد من تطوير بل وابتكار أدوات مالية إسلامية جديدة تلبي التحولات الراهنة والمتوقعة في أسواق المال. ومن أهم التحديات التي تواجه الأدوات المالية الإسلامية:
- عجز المصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية عن استثمار فائض السيولة بالسرعة المناسبة، حيث أن الأدوات قصيرة الأجل المتوافرة حاليا هي أدوات السوق النقدية، من أدوات خزانة وشهادات إيداع وما في حكمها، وهي أدوات سهلة الاستخدام من الناحية الفنية إلا انها غير مقبولة شرعا. فكان لا بد من ابتكار أدوات مالية إسلامية سهلة التسييل، بحيث تستطيع المؤسسات المالية الإسلامية الاستعانة بها لمواجهة ظروف السيولة عند احتياجاتها أو عند وجود فائض منها.
- وجوب إيجاد سوق مالية ثانوية للأوراق المالية ذات إطار شرعي، علما بأن نشاط أي سوق ثانوية يعتمد على نوع وحجم الأدوات المالية المعروضة. فإذا ما كانت السندات ذات الفائدة لا يسمح بتداولها في سوق مالية إسلامية، فإن الأسهم وحدها لا تصلح لإيجاد سوق نشطة، وبالتالي يمكن تطوير شهادات الإيجار وصكوك المضاربة والصناديق المفتوحة والمغلقة وصكوك المزارعة ونحوها حتى تشكل مؤشرا معقولا على نجاح السوق الثانوية المنشودة.
- اعتبار الهيئات الشرعية في المصارف الإسلامية، أن المنتجات المشتقة مثل المبادلات والخيارات والعقود الآجلة غير مقبولة شرعا بوصفها نوعا من المقامرة المحرمة، ومن المتوقع أن تجري دراسات فقهية متأنية وصولا إلى فهم أعمق لطبيعة وآلية هذه الأدوات المالية، وخاصة التي تتعامل مع المواد الخام والمحاصيل والمعادن.

¹محمد علي عقول، المعوقات والتحديات التي تواجه المصارف الإسلامية، من أوراق المؤتمر الدولي الأول الموسوم ب "صيف مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي، جامعة آل البيت - الأردن، 2011، ص: 165.

إن غياب أسواق ثانوية (تستطيع المصارف الإسلامية استخدام فائض سيولتها والحصول على حاجتها من السوق) للأدوات الادخارية والاستثمارية الشرعية (سندات المقارضة مثلا) تسهلا لإعادة تسهيلها يعوق التوسع في استخدام هذه الأدوات الضرورية في الصيرفة الإسلامية ويقلص أدوارها التتموية¹. ومازالت إدارات تطوير المنتجات المالية بحاجة إلى مزيد من التخصصية والمهنية مقارنة مع غيرها من الإدارات في مؤسسات الصناعة التقليدية التي نجدها تولي اهتماما أكبر في هذا الجانب وتنفق مبالغ طائلة لتطوير وابتكار منتجاتها المالية التي تلبى احتياجاتها وتغطي طلب الأسواق².

المبحث الثاني: تجارب دول لإنشاء سوق مالية إسلامية.

سننظر في هذا المبحث بعض الخطوات المهمة و الايجابية لبعض الدول الإسلامية في سبيل انشاء سوق مالية اسلامية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: التجربة الماليزية في إنشاء السوق المالية الإسلامية.

يتكون سوق رأس المال في ماليزيا من سوقين أساسيين: سوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:
أولا مفهوم سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا ونشأتها:³

1- مفهوم سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا:

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها. ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرعاية وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية، وهذا يعزز وينشر الثقة بين السوق والمستثمرين.

¹ محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

² محمد علي عقول، مرجع سابق 167.

³ شافية كتاف، دور الادوات المالية الإسلامية في تشييط و تطوير السوق المالية الإسلامية، اطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، الجزائر،

2014/2013، ص: 114.

2 - نشأة سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا:

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962 م، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 م مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي 1983 والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 م عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي؛ تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 م، بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه.¹

وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي في عام 1993 م، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية، حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها.² أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي عام 1990 م، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه؛ وفي عام 1994 م، أسس، وفقا للأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 198 . 3198 ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية.

ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي ماليزيا، فظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية مما دفع وزارة المالية الماليزية، وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة؛ ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة، تشكيل قسم "سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 م، بالإضافة للجنة الشرعية

¹ شافية كتاف ، مرجع سبق ذكره، ص: 114

الدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994 م، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعي وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل. وفي 17 أبريل 1999 م، ثم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه " مؤشر الشريعة ووفقا للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ؛ فإن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانيا : خصائص سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا:

يتميز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بعدة خصائص تميزه عن أسواق رأس المال التقليدية، من بين هذه الخصائص ما يأتي:

1- الإشراف والرقابة الشرعية:

تعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع هذا السوق لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة الأحكام الشرعية وضوابطها التزاما تاما؛ ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها الجهة المختصة بدراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.¹ وقد أكدت (التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على الدور الأساسي للمستشار الشرعي في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها "².

2- العمليات المقدمة خالية من أي محظور شرعي:

تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها السوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي وأهم معالمه هو (إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أحدا أو عطاء) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما

¹ شافية كتاف مرجع سابق ص: 116.

² نفس المرجع، ص: 116

تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمر، والتأكد من أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية.¹

3- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين و دراسة الأدوات المالية في هذا السوق، ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة:²

- التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية

- التعليمات والضوابط الشركات السمسرة الإسلامية

كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية، فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي، وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الأبنى للأموال والأوراق المالية

ووفقا للبيانات والمعلومات المنشورة حول سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، فإن أداء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا يفوق أداء الأدوات المالية التقليدية المدرجة في البورصة الماليزية، وتتجه المعدلات اتجاها تصاعديا. ففي العام 2001 كانت بمعدل 78 % ووصلت إلى 86 % حتى منتصف العام 2007.³

ثالثا : أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة المسؤولة بصورة كاملة عن متابعة كافة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والمتعلقة بإصدار وتداول أدوات التمويل الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، وذلك في إطار التزام السوق مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية الغراء والتزامه بالقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية المنبثقة عن الهيئة، وأما السندات الحكومية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، مثل الإصدارات الاستثمارية الحكومية، فإنها تخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.⁴

¹ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص: 117

² المرجع السابق

³ المرجع السابق، ص: 118.

⁴ المرجع السابق.

وتتقسم أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى ثلاثة أقسام رئيسية، يمكن توضيحها فيما يأتي:

1. أدوات الملكية الإسلامية:

وتتضمن الأدوات المالية كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، والمدرجة في البورصة الماليزية، وكذا ما يتعلق بالأسهم من صناديق الاستثمار الإسلامية، التي يمكن تداولها بين المستثمرين.¹

وتتمثل أهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية، من خلال ما يأتي:

أ - الأسهم العادية:

في التجربة الماليزية تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية، وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام²

ب - صناديق الاستثمار الإسلامية:

يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية كما يلي: صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين، فضلا عن اعتباره في توفير أدوات مالية إسلامية، تتيح استثمار أموالهم شرعا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية³

فهي صناديق تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط، وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المکتتبون في مجموعهم ربا لمال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة، إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فنتولى جميع حصيلة الاككتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لك منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية، كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب

¹ شافية كتاف، مرجع السابق، ص: 118.

² المرجع السابق، ص: 119.

³ المرجع السابق.

نشرة الاككتاب، الملتزم به من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم (رب المال) ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضاربة) فإن فرطت يقع الغرم عليها.¹

ج - مؤشر الشريعة:

مؤشر الشريعة هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة، وفي البورصة الماليزية يعتمد مؤشر الشريعة القياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك الأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال عندما يصعد مثل مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعه عليه قد ارتفعت ب 5 نقاط، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعودا أو هبوطا.²

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

- **المؤشر الشرعي كوالالمبور:** تم تصميم هذا المؤشر بتاريخ 17 أبريل 1999، لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلا على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويمكن أن يكون مفيدا للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال، ولا تستثمر أموالها في صناعة الكحوليات أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير، كما لا تتعامل مع البنوك الربوية

- **المؤشر الإسلامي الماليزي داو جونز:** بدأ العمل به عام 1992م من قبل شركة رشيد حسين المحدودة ومنذ شهر يناير 1996 م، أصبح يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.³

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 119

² المرجع السابق.

³ المرجع السابق، ص: 120.

2 الصكوك الإسلامية:

في التجربة الماليزية، يتم إصدار الصكوك وفقا لمبادئ الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في بيئة الأوراق المالية الماليزية، ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لرقابة البنك المركزي الماليزي، وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم إصدارها¹.

ويمكن تصنيف هذه الصكوك وفق ما يأتي:

- الصكوك الإسلامية الحكومية:

تصدرها الحكومة الماليزية في صورة شهادات استثمار حكومية دون فائدة، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية، التي تعتبر شهادات استثمار تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية، كخطوة مساندة لحركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية²، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدما، وهذا يعطي البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصري الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات³.

- الصكوك الإسلامية للشركات:

تعتبر إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرها الشركات الخاصة في ماليزيا، وطرحت فكرها عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أهم أشكال التعاملات البارزة في السوق، وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا للمبادئ البيع بالثمن الآجل، والمرابحة، والاستمتاع والإجارة، والمضاربة، وكذلك المشاركة، إذ تعتبر هذه الصيغ التمويلية من أشهر صيغ التمويل الإسلامية في ماليزيا⁴، الملحق رقم 03 يبين تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص: 120.

² المرجع السابق.

³ المرجع السابق، ص: 121.

⁴ المرجع السابق.

(2005 2017) فالملاحظ من هذه التسبب أنه في سنة 2009 حققت حوال 90.95 % من الصكوك المصدرة في الأوراق المالية.

3- خدمات الوساطة:

تعتبر وظيفة خدمات الوساطة المالية من أكثر أقسام سوق رأس المال الإسلامي نشاطاً، فدورها الفاعل في عمليات تبادل الأسهم والصكوك، وإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية له عظيم الأثر في استقطاب المستثمرين، وتحسين الفرص الاستثمارية المحلية، مقابل تكلفة مادية لهذه الغاية عبر تقديم المعلومات الاستثمارية اللازمة لجميع الأطراف، وهناك دور مهم وفعال للشركات الوساطة الأوراق المالية الإسلامية في إدارة المحافظ المالية الخالية من المحظورات الشرعية، إذ يتم تحري الدقة اللازمة في اجتناب المحظورات الشرعية، كالربا وغيره من أدوات المحفظة المالية الإسلامية، والبحث عن الاستثمارات الأفضل لمحافظ الاستثمار المباحة.¹

المطلب الثاني : السوق المالية السعودية.

تعتبر السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق المالية الخليجية وأكثرها نمواً، تقوم بالعديد من الوظائف والمهام، وتتسم بالعديد من الخصائص والصفات .

لقد مرت السوق المالية السعودية في نشأتها وتطورها بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى الصورة التي هي عليها الآن، كما أنها تتميز بصفات عديدة وتقوم بوظائف كثيرة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

اولا : نشأة وتطور السوق المالية السعودية :

لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينيات، عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالي فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة في عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال وقد أتى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتم طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق

¹ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.¹

وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم في سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلية، وذلك بتشكيل لجنة وزارية لإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت الإدارة الرقابة في هذه المؤسسة، مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقااضي جميع عمليات الأسهم.

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم " تداول "، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية، وتم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

وقد انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقا للمرسوم الملكي رقم (م / 30) بتاريخ 31/7/2003، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، وتهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.

¹ - السوق المالية السعودية، " لبدء حول تداول "، متوفر على الرابط التالي www.lada wul.com.su - 25 اوت 2020

ثانيا : صفات ومميزات السوق المالية السعودية: تتميز السوق المالية السعودية بما يلي:

- تعد السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولديها إمكانيات كبيرة للنمو والتطور، ورغم أن عدد الشركات المدرجة فيها قليل مقارنة بالأسواق الأخرى، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق تمثل تقريبا ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة.

- لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية فقط، والتي يمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعا رئيسا.

- يصرح بالاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك الأشخاص المقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائما عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة¹.

ثالثا : أهداف السوق المالية السعودية:

تسعى السوق المالية السعودية لتحقيق الأهداف التالية:²

1 - إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية، من خلال:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية .
- ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق.
- العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا : وسطاء، مستثمرين، مصدرين مزودي خدمات البيانات وغيرهم.

¹ السوق المالية السعودية، "بذرة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي www.lada.wul.com.su - 25 اوت 2020

² نفس المرجع

2 - تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.

- العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

رابعاً: الأطر التشريعية والتنظيمية لعمل سوق الاسهم السعودية

1- القوانين: صدر نظام السوق المالية في السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم 30 بتاريخ 2003/07/31، والقاضي باعادة هيكله السوق من الناحية التنظيمية والاشرفية .

- قانون هيئة سوق الاوراق المالية السعودية: هيئة السوق المالية هي هيئة حكومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء ، وتم انشاؤها بموجب نظام السوق المالية بهدف وضع اطار تنظيمي ورقابي واشرفي لسوق الاوراق المالية في المملكة العربية السعودية ، ومن مهامها ايجاد سوق منظمة ، عادلة وشفافة تحقق حماية جميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية ، كالاحتيال والغش والتدليس وغيرها وقد حدد نظام السوق المالية مسؤوليات الهيئة ، فعلى سبيل المثال ، من مسؤوليات الهيئة تنظيم اصدار الاوراق المالية ومراقبة التعامل بها.¹

- قانون سوق الاوراق المالية السعودية: نص نظام السوق المالية على ان تنشأ سوق لتداول الاوراق المالية تسمى السوق المالية السعودية صفتها النظامية شركة مساهمة ، وهي الجهة الوحيدة المصرح بها بمزاولة العمل في تداول الاوراق المالية في المملكة . وتتمثل اهم اهدافها في التاكد من عدالة متطلبات الادراج وكفايتها وشفافيتها ، وقواعد التداول والياتة الفنية ومعلومات الاوراق المدرجة في السوق، وكذا توفير قواعد واجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز ايداع الاوراق المالية ، اضافة الى وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها فضلا عن التحقق من قوة ومثانة الاوضاع المالية للوسطاء ووضع الترتيبات اللازمة لحماية الاموال والاوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

¹ فيجل عبد الحميد ، مرجع سابق، ص: 481

- قانون الشركات : تمثل وزارة التجارة والصناعة احد اعضاء مجلس ادارة السوق المالية في السعودية وقد صدر عن وزارة التجارة والصناعة بالمملكة العربية السعودية نظام الشركات لعام 2015 والذي يعتبر القانون الذي ينظم الشركات في المملكة ومختلف جوانبها ، ويمكن ملاحظة ذلك في مايلي: - تعريف الشركات ومختلف الاشكال التي يمكن تاسيسها في السعودية .

- تحديد مختلف الاحكام المتعلقة بشركات المساهمة من حيث التعريف والتاسيس والادارة ، كما تم تحديد لجنة المراجعة ونطاق عملها وشكلها.¹

2- اللوائح التنظيمية لنظام السوق المالية في السعودية:

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة اللوائح والقواعد والتعليمات والاجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق احكام نظام السوق المالية وقد اصدر مجلس هيئة السوق المالية في السعودية مجموعة من اللوائح التنفيذية منها مايلي:²

أ- لائحة طرح الاوراق المالية ولائحة قواعد التسجيل والادراج :تم اصدار هاتين اللائحتين من طرف هيئة السوق بشكل منفصل لقيامها بمسؤولية تنظيم اصدار الاوراق المالية بشكل افضل، حيث حددت فيها شروط الطرح العام والطرح الخاص والطرح المستثنى ، اضافة الى تحديد شروط المستشار المالي والتزاماته وشروط التسجيل والادراج ، وشروط التسجيل في القائمة الرسمية ، وضوابط نشرات الاصدار ومختلف التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في نظام السوق المالية .

ب-لائحة سلوكيات السوق ولائحة الاشخاص المرخص لهم تهدف اللائحة الاولى الى حماية المتعاملين في السوق من الممارسات والسلوكيات غير النظامية ومنها ،التلاعب والشائعات ،وكذا التداول بناء على معلومات داخلية . بينما تحدد اللائحة الثانية مختلف الاجراءات والشروط اللازمة لحصول مختلف القائمين بأعمال الاوراق المالية . المستشارين الماليين ،الوسطاء والوكلاء ،ومديري المحافظ وغيرهم وعلى الترخيص واستمرار صلاحيته ، وكذا القواعد التي تحكم سلوكهم اثناء قيامهم بأعمالهم ، والنظم والاجراءات الرقابية المطبقة عليهم، اضافة الى الاحكام المتعلقة بأموال واصول عملائهم، فضلا عن التزامهم بعدد من الضوابط منها النزاهة المهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والافصاح وغيرها.

¹ فيجل عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 481.

² نفس المرجع، ص: 482.

3- اللوائح الاخرى:

توجد لوائح اخرى تنظم العمل في سوق الاسهم السعودية ومنها ما يلي:¹

- لائحة اعمال الاوراق المالية، وقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها وتتعلق الاولى بممارسة اعمال الاوراق المالية والترخيص بشكل عام ، بينما تتعلق الثانية بتعريف مختلف المصطلحات العامة المستخدمة في انظمة ولوائح السوق بشكل واضح ودقيق.

-لائحة حوكمة الشركات ، تتعلق بحقوق المساهمين والجمعية العمومية والافصاح والشفافية ومهام ومسؤوليات مجالس ادارة الشركات.

. لائحة صناديق الاستثمار ولائحة صناديق الاستثمار العقاري ، وتختص كل لائحة بتحديد مختلف الاحكام والشروط التي تضبط الية التعامل في صناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار العقاري.

المطلب الثالث: التجربة البحرينية.

أولاً : البحرين كمركز مالي إسلامي دولي

تعتبر مملكة البحرين من أكثر دول مجلس التعاون الخليجي تنوعا اقتصاديا، وقد بذلت الحكومة جهودا كبيرة لجذب المستثمرين الأجانب ومتابعة برامج الخصخصة المحدودة، لتحقيق هدف التنويع الاقتصادي لتقليل اعتماد البلد على النفط، والقطاعات الرئيسية الأخرى للاقتصاد البحرينتشمل القطاع المالي وقطاع الإنشاءات، وتركز البحرين على قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية، حيث تتنافس على نطاق دولي مع ماليزيا والقطاع المصرفي في بقية أنحاء العالم، ومن خلال تطور اتصالاتها ووسائل نقلها أصبحت البحرين موطن العديد من الشركات المتعددة الجنسيات والتي لديها أعمال في الخليج ، وكجزء من هذه الجهود قامت البحرين بتنفيذ اتفاق التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية في أوت 2006 كأول اتفاقية للتجارة الحرة بين الولايات المتحدة الأمريكية ودولة خليجية، وتركز الاستراتيجية الاقتصادية للحكومة على تقوية الوضع البحرين كمحور للخدمات الحرة لمنطقة الخليج، ويعتمد الازدهار المستقبلي لدولة البحرين بدرجة كبيرة على قدرتها في تطوير قطاعات مثل التمويل، حيث يتميز الهيكل التنظيمي والمالي لدولة البحرين بتشجيع الشركات الأجنبية التجارية والمالية لاتخاذ البحرين قاعدة انطلاق لأنشطتها،

¹ فيجل عبد الحميد ، مرجع سبق ذكره، ص: 482.

وقد لعبت السمعة الجيدة لمؤسسة النقد البحرينية كمنظم للصناعات المالية دورا أساسيا في تطوير البحرين كأهم مركز مالي خليجي.¹

- ظروف نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية

تشكل حاجة المؤسسات المالية الإسلامية إلى السيولة، وإلى بدائل استثمارية جديدة، دافعا قويا لإنشاء سوق مالية إسلامية دولية.

أولا- البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية الدولية:²

1- البنك الاسلامي للتنمية:

أنشئ البنك الإسلامي للتنمية من قبل المؤتمر الأول لوزراء الدول الإسلامية الأعضاء في منظمة المؤتمر الاسلامي في جدة عام 1973، وقد بدأ البنك أعماله رسميا عام 1975 تعتبر مشكلة زيادة أو نقص السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية، وصعوبة تحقيق الموازنة بين موارد واستخدامات هذه الأخيرة ، حافزا هاما لإنشاء مركز إدارة السيولة.

2- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:

انشئت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية عام 1990 بهدف السعي نحو تطوير فكر المحاسبة والمراجعة في الحالات المصرفية ذات العلاقة بانشطة المؤسسات المالية الإسلامية وقامت هذه الهيئة بانشاء المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لمعالجة الفتاوى التي تصدرها هيئات الرقابة الشرعية المختلفة بدلا من اللجنة الشرعية التي كان القيام بالجوانب الشرعية المتعلقة بعمل الهيئة.

3- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية :

يقوم المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بوضع معايير للمؤسسات المالية الإسلامية لضمان التزام تلك المؤسسات بأحكام الشريعة الإسلامية بالإضافة الى منح شهادات الجودة للمنتجات المالية الإسلامية .

4- مركز ادارة السيولة المالية :

تعتبر مشكلة زيادة او نقص السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية ، وصعوبة تحقيق الموازنة بين موارد واستخدامات هذه الاخيرة حافزا هاما لا نشاء مركز ادارة السيولة.

¹يمينة ختروسي، متطلبات انشاء سوق أوراق مالية اسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية ص: 285.

²المرجع السابق، ص: 287.

5- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

ترتكز عمل الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على حقيقة مفادها ان عدم وجود الغموض هو حجر الاساس في الخدمات المالية الإسلامية والتصنيفات تحقق ذلك عن طريق تحسين الشفافية في الاسواق ، بالإضافة الى قيمة التصنيفات في جعل الانظمة المالية اكثر كفاءة .

6- مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

يعتبر مجلس الخدمات المالية الإسلامية هيئة إسلامية دولية ، تم انشاؤها من قبل مجموعة من البنوك المركزية في الدول الاعضاء، اضافة الى البنك الإسلامي والبنك الدولي وعدد من المؤسسات المالية الدولية كأعضاء مشاركين مقره كوالالمبور ، وقدم تم افتتاحه في 1 نوفمبر 2002.

ثانيا- نشأة السوق المالية الإسلامية الدولية :

نشأة وتأسست السوق المالية الإسلامية الدولية في بمملكة البحرين لتوفير ما تحتاجه البنوك الإسلامية من سيولة ومنتجات مصرفية إسلامية، حيث وقعت البحرين اتفاقية عام 2001 مع ماليزيا وإندونيسيا والسودان وبنك التنمية الإسلامي مقره المملكة العربية السعودية لإنشاء هذه السوق.

وفي عام 2002 صدر مرسوم ملكي في مملكة البحرين برقم 23 لسنة 2002 بشأن تأسيس السوق المالية الإسلامية الدولية كشخصية اعتبارية في 11 أوت 2002 ، مقرها في المنامة عاصمة مملكة البحرين، وهي ليست سوقا بالمعنى المكاني، ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية، وقد تعددت تسميات هذه السوق، منها سوق ماليزيا والبحرين، الجهاز الإداري الذي يهتم

بإدارة الصكوك الإسلامية والإشراف عليها، السوق المالية الإسلامية الدولية وتتكون إدارة السوق المالية

الإسلامية الدولية من لجنتين أساسيتين هنا: اللجنة الشرعية التي تضم في عضويتها مفكرين إسلاميين متخصصين بقضايا الاقتصاد، وتهتم بتقرير مدى انسجام الأدوات الاستثمارية مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولجنة أخرى للتطوير والدراسات ورئيس تنفيذي.¹

¹إمينة ختروسي، مرجع سابق، ص: 287.

ثالثاً- أعضاء السوق المالية الإسلامية الدولية :

تظم السوق المالية الإسلامية الدولية أعضاء مؤسسون، أعضاء كاملي العضوية، ومنهم أعضاء فقط، إضافة إلى مراقبين، ويمكن ذكر هؤلاء الأعضاء كالآتي:¹

المملكة العربية السعودية، البحرين، ماليزيا، السودان، إندونيسيا، البحرين، ماليزيا، السودان، الكويت، الأردن، المغرب بن قلاش

وهناك جهود لجذب كل المؤسسات ذات العلاقة، خصوصاً المؤسسات المالية الإسلامية المهمة بوسائل تطوير سوق الأوراق المالية، لأن الخبرة التي يتمتع بها أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية تمثل رصيذاً يمكن للسوق المالية الإسلامية الدولية الاستفادة منها لتحقيق أهدافها في تطوير سوق المال الإسلامية، خاصة وأن أعضاء المنظمة الدولية لهيئات الأسواق المالية يعملون على تطبيق معايير قانونية عالية من أجل سوق متوازنة وفاعلة

رابعاً: خدمات ومبادرات السوق المالية الدولية الإسلامية

تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية إلى أن تكون طرفاً فاعلاً في تطوير سوق رأس المال وسوق النقد الإسلامية، فالطلب المتزايد على الأدوات المالية الإسلامية وبرامج الخصخصة في عدد من الدول الإسلامية، والتطور التكنولوجي المتزايد إنما هو بعض ملامح عولمة سوق رأس المال.

1-أهداف السوق المالية الإسلامية الدولية والسوق البحرين على وجه الخصوص: ركزت

السوق المالية الإسلامية الدولية والبحرين على النشاطات والأهداف الآتية:²

-توحيد معايير العقود، وتطوير الأدوات المالية، بالإضافة إلى التطوير المؤسسي للعمل المصرفي ومعالجة التحديات العملية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية بإيجاد أدوات مالية إسلامية طويلة وقصيرة الأجل لمواجهة التحديات التي تقف أمام تنمية سوق رأس المال الإسلامية، خاصة وانها ستركز على دور الصكوك الإسلامية في تنمية هذه السوق، ومن أجل ذلك تسعى إلى الدخول في تحالفات مع المؤسسات العالمية الفاعلة في مجال رأس المال

- تسعى السوق المالية الإسلامية الدولية لأن تكون طرفاً فاعلاً في عمليات الإدراج المتبادلة، بعدما أثبتت البنوك الإسلامية قدرتها على جذب رؤوس الأموال من أكبر عدد ممكن من

¹يمينة ختروسي، مرجع سبق ذكره، ص: 288.

²المرجع السابق.

المستثمرين، وفي كونها آلية لجمع المدخرات لأن الكثير من المستثمرين والعملاء يرغبون في التعامل وفق مبادئ الشريعة لإسلامية

- تقوية الترابط والتكامل بين المراكز المالية الإسلامية لتؤسس وتطور وتروج لسوق مالية ثانوية تتعامل بالمنتجات والوسائل المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية

- العمل على تطوير سوق الأوراق المالية عند الإصدار أو التداول على نحو يساعد على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة ويخدم عمليات التنمية فيها ويدعم مركزها الاقتصادي إقليمياً وعالمياً.

- تطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها وسهولتها ويوفر الحماية للمتعاملين.

- إنشاء ودعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية والاستفادة من أساليب التعامل فيها بما يساعد على سرعة تطوير السوق في البحرين .

- تشجيع الادخار والنهوض بالوعي الاستثماري للمواطن بما يكفل توجيه هذه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية ذات العائد الأكبر للفرد والمجتمع.

- الإشراف على تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية في السوق .

- توفير التمويل اللازم لدعم متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية

2- وظائف السوق المالية الإسلامية الدولية

- تحقيق رؤية السوق بتحفيز البنيتين التحتيتين التجاريتين، المحلية والدولية

-ابتكار منتجات، وتدفق المعلومات بقوة، ومعايير ومحددات دقيقة وشفافة ومضبوطة.

تأمين القبول والتكامل المتوافق مع اتجاهات السوق¹

3- أدلة نجاح السوق المالية الإسلامية الدولية بالبحرين

خلال أنشطة السوق المالية الإسلامية الدولية، وتطورها المستمر في عالم الصكوك والتعاون الدولي في هذا المجال، فقد حققت نجاحاً، والدليل على ذلك ما يلي:²

- النجاح في إقامة الإطار القانوني والتشريعي والإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق وإدارتها، وقد نجحت في ذلك فعلاً، وكذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالمياً

¹ يمينة ختروسي، مرجع سابق، ص: 289.

² المرجع السابق، ص: 289.

- النجاح في ترويج المنتجات المالية الإسلامية مثل الصكوك، هذا وقد قامت هذه السوق بوضع منهاج التجارة الإسلامية في أسواق رأس المال، ودراسة جدوى بشأن نظام إدارة سوق المال في المراحل النهائية.
- قوة واتساع العلاقات التي تقيمها مع المؤسسات الأجنبية، ومع غيرها من المؤسسات، ومن أمثلة ذلك
- اتساع علاقاتها مع بنك الاستثمار الأوروبي في المملكة المتحدة، والاتفاقية التي أبرمتها مع اتحاد سوق رأس المال الدولي ومقره لندن، وتوقيع مذكرة تفاهم لتسهيل العمل المشترك لتطوير الأسواق المالية الإسلامية الدولية وذلك في لندن في 30. 31. 2007 جانفي.
- ارتقاؤها بالعمل المصرفي والنشاط المالي الإسلامي واهتمامها بالأسواق المالية الناشئة
- إيجاد وسائل تمويل ومنتجات إسلامية جديدة مثلا: يشمل عمل السوق المالية الإسلامية الدولية على ابتكار منتجات مالية إسلامية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعمل على تنظيم سوق
- الصكوك الإسلامية، وتسعى إلى الاتفاق مع التحالف الدولي لصكوك المقايضة، وإبرام اتفاق رئيسي لتمويل الخزنة بالمرابحة، وكذلك تعمل على تعزيز وتوحيد المعايير الخاصة بالأدوات المالية الإسلامية والعقود، وتطوير البنية التحتية والمشاريع المماثلة تقود السوق المالية الإسلامية الدولية مبادرات التنمية من أجل الاتفاق على
- إطار التحوط الإسلامي
- الاتفاق الرئيسي لمرابحة الخزنة.
- تطوير الأسواق الأولية والثانوية، مع التركيز على قضايا الإصدار الأولي والثانوي مثل: إمكانية تطوير
- اتفاقات إعادة الشراء الإسلامية
- مشروع النظام الإسلامي والبنية التحتية، وافتتاح صناديق الاستثمار ومشروع تطوير سوق النقد الإسلامية.
- تحفيز ودعم تطوير أسواق النقد ورأس المال الإسلامية.¹

¹ يمينة ختروسي، مرجع سابق، ص: 289

خاتمة الفصل:

لقد تناولنا في هذا الفصل شروط و ظوابط و متطلبات السوق المالية الإسلامية من واقع و مشاكل و تحديات التي تواجه هذا السوق، مروراً باهم تجارب بعض الدول الإسلامية في هذا المجال كالبحرين و ماليزيا، حيث هذه الأخيرة رائدة في مجال الصناعة المالية الإسلامية، و هناك دول أخرى يتوفر بها الاطار التشريعي و التنظيمي الا انه لا يراعي خصوصية الصناعة المالية الإسلامية، لكنه يوافقها في الكثير من جوانبها، وهي حالة سوق الاسهم السعودية.

الفصل الثالث

التحول الى سوق مالية اسلامية في الجزائر .

- المبحث الأول: مكانة النظام المالي في الجزائر
- المطلب الأول: النظام البنكي.
- المطلب الثاني: واقع بورصة الجزائر.
- المبحث الثاني: دوافع و سبل انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية.
- المطلب الأول: دوافع مزايا و مشاكل التحول الى السوق المالية الاسلامية.
- المطلب الثاني : سبل انشاء و تطوير سوق مالية اسلامية.
- خاتمة الفصل

- تمهيد:

إن انفتاح النظام المصرفي الجزائري على العمل المصرفي الاسلامي سيمكن الجزائر من الاستفادة مما تتيحه المصارف الاسلامية في مختلف المجالات، خاصة وأن الجزائر في مرحلة نمو تحتاج إلى كل ما يدعم ويعزز هذا النمو والتنمية، الى ان السير في هذه الطريق تعثيه مجموعة من المشاكل والتحديات التي تعيق تقدمها نحو هاته السوق المالية الاسلامية .

المبحث الأول: مكانة السوق المالية في الجزائر**المطلب الأول : النظام البنكي.**

يتميز النظام المالي الجزائري بكونه نظام يقوده النظام المصرفي بالرغم من وجود سوق مالية متمثلة في بورصة الجزائر.

أولاً: التطور التاريخي للنظام البنكي الجزائري.**المرحلة الممتدة من سنة 1962 الى سنة 1986:**

تقرر انشاء مؤسسة إصدار جزائرية لتحل محل بنك الجزائر في 01 جانفي 1963، و بذلك أنشئ البنك المركزي الجزائري على شكل مؤسسة عمومية وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي و ذلك بموجب القانون رقم 62-441 المصادق عليه من قبل المجلس التأسيسي في 13 ديسمبر 1962، و قد تم تبرير هذا الاختيار بالرغبة في تلبية غرض مزدوج ضروري من منظور المهمة المسندة لهذه الهيئة.¹

المرحلة الممتدة من 1986 الي سنة 1990:

أظهرت التغييرات التي أدخلت على النظام المالي الجزائري خلال السبعينات و بداية الثمانينات محدوديتها، و عليه أصبح إصلاح هذا النظام حتميا سواء من حيث منهج تسييره أو من حيث المهام المنوطة به.

سجلت سنة 1986 الشروع في بلورة النظام المصرفي الجزائري بتوصية البنوك بأخذ التدابير اللازمة لمتابعة القروض الممنوحة ، و بالتالي وجوب ضمان النظام المصرفي لمتابعة استخدام

¹ محمود حميدات ، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 1996، ص 104

القروض التي يمنحها آلي جانب متابعة الوضعية المالية للمؤسسات , و اتخاذه جميع التدابير الضرورية للقليل من خطر عدم استرداد القرض.¹

مرحلة ما بعد سنة 1990:

تعطي إعادة التنظيم المنبثقة عن القانون المتعلق بالنقد و القرض استقلالية نسبية للبنك المركزي, و يعرف قانون النقد و القرض بنك الجزائر في مادته 11 بأنه: مؤسسة وطنية تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلالية.

و يخضع بنك الجزائر آلي قواعد المحاسبة التجارية, و تعود ملكية رأس ماله بالكامل للدولة, و بالرغم من ذلك فهو لا يخضع للتسجيل في السجل التجاري, و لا يخضع أيضا لأحكام القانون 88-01 في 11 جانفي 1988.²

ثانيا: واقع النظام البنكي.

إن الصيرفة الإسلامية في الجزائر كانت مقتصرة على خدمات " بنك البركة الجزائري " الذي تأسس في 1990 /12/6 أي بعد أشهر قليلة من صدور قانون النقد والائتمان الذي فتح المجال للقطاع الخاص والأجنبي لإنشاء البنوك في الجزائر، ثم فتح أبوابه رسميا 1991/05/20 وهو يعتبر أول مؤسسة مصرفية تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية في الجزائر. ثم بعد ذلك بسنوات طويلة ثم تسجيل انشاء بنك جديد في هذا المجال وهو " بنك السلام "، والذي باشر أعماله حديثا من خلال تقديم مجموعة من الخدمات المالية وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية ، ليكون بذلك ثاني مصرف إسلامي يدخل السوق المصرفية الجزائرية ، ويقدر رأس مال مصرف " السلام " الذي تم افتتاحه بتاريخ 20/10/2008 ب 72 مليار دينار جزائري " 100 مليون دولار "، ليصبح حينها أكبر المصارف الخاصة العاملة بالجزائر.

إن تجربة البنوك الإسلامية في الجزائر بالرغم من قصر تجربتها، والمشاكل التي تعترضها والتي من أهمها خضوعها لنفس القوانين واللوائح التي تطبق عادة على العمل المصرفي التقليدي " أي عدم مراعاة خصوصيتها "، إلا أنها حققت نتائج مرضية تمثلت في تحقيق بنك البركة لنتائج ايجابية ، تجلت بالأساس في تضاعف أرباحه، ورفع قيمة رأسماله ، كما حققت تمويلات

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك(دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 2، ص 200-201

² المرجع السابق، ص 199

عمليات الكمرايحة والاستثمار طفرة كبيرة، تجاوزت 676 مليون دولار في نهاية جوان 2008 محققة زيادة بنسبة 48% عن النصف الأول من 2007 ولتعزيز مكانة البنوك الاسلامية في الساحة المصرفية الجزائرية ، يتطلب الأمر من السلطات النقدية التحمس لهذه الفكرة أولاً ثم اتباع استراتيجية واضحة ومتكاملة تعمل على توفير الجو الملائم لعمل المصارف الإسلامية حتى تتمكن من أن تسهم تدريجياً في عملية تحويل الموارد الاقتصادية من الأنشطة التقليدية التي تهدف إلى الربح فقط إلى الأنشطة التي تعتمد على تشجيع الاستثمارات الحقيقية.¹

مؤسسات النظام المصرفي الجزائري :

- ويتكون النظام المصرفي الجزائري إلى غاية سنة 2017 من 29 بنك ومؤسسة مالية كما يلي:²
- بنك الجزائر : يعتبر بنك الجزائر من الناحية القانونية مؤسسة عامة وطنية له شخصية معنوية ويتمتع بالاستقلالية المالية.
 - البنوك التجارية: والتي تتمثل في 6 بنوك عمومية " البنك الوطني الجزائري ، القرض الشعبي الجزائري ، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية المحلية ، بنك التنمية المحلية وصندوق الوطني للتوفير والاحتياط "، 14 مصرفاً خاصاً " فرنس بنك، البنك العربي، بنك الخليج ، ترست بنك، بنك الاسكان للتجارة والتمويل، المؤسسة العربية المصرفية، بنك السلام، سيتي بنك، بنك ناتكسيس، سوسيتي جنرال، كاليون . الجزائر، إتش. إس. بي. سي . الجزائر، بي. ن. بي. باريباس
 - الجزائر " ومن بينها مصرف واحد برؤوس أموال مختلطة وهو بنك البركة "
 - ثلاثة مؤسسات مالية من بينها اثنتان عموميتان.
 - شركات تأجير ، من بينها ثلاث عمومية.
 - تعاقدية واحدة للتأمين الفلاحي معتمدة للقيام بالعمليات المصرفية والتي اتخذت في نهاية 2009 صفة مؤسسة مالية.

و يتميز النظام المصرفي الجزائري بهيمنة المصارف العمومية من خلال أهمية شبكاتها ووكالاتها الموزعة، ووكالاتها الموزعة على كامل التراب الوطني، ازدادت كثافة شبكة وكالات المصارف

¹ سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة ، متطلبات تطوير الصيرفة الاسلامية في الجزائر مجلة الباحث جامعة ورقلة ، عدد 07 . 2009 /

. 2010

² أوصغيرالويزة ، فعالية آليات تدفق الأموال داخل النظام المالي . مع الاشارة إلى حالة الجزائر الملتقى الوطني : النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية ، جامعة محمد بوضياف، المسيلة 4 . 5 فيفري 2019.

الخاصة خلال السنوات الأخيرة ، لتمثل ما يقارب ربع شبكات الوكالات المصرفية، في حين تتموقع شبكات وكالات المصارف الخاصة أساسا، في شمال البلاد، بينما تغطي شبكات وكالات المصارف العمومية كامل التراب الوطني، وقد بلغ عدد فروع البنوك العمومية والخاصة بالإضافة إلى المؤسسات المالية 1604 ، وكالة نهاية سنة 2017.

المطلب الثاني: واقع بورصة الجزائر.

تمهيد:

كانت هناك ضرورة تستدعي من الدولة الجزائرية تأسيس سوق رأس المال و هذا باعتباره مصدر مهم في العملية التمويلية، و باعتبار غياب هذا السوق كمركز اقتصادي مهم للجزائر منذ الاستقلال و قد بدت ملامح هذا النوع من الاسواق في عام 1988 بشروع جملة من الاصلاحات التي عرفتها الجزائر.

أولاً: تعريف بورصة الجزائر

تعرف بورصة الجزائر بأنها شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93 . 10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997 ، وتمثل الشركة إطارا منظما وضبوطا في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقا للقوانين و الأنظمة المعمول بها، يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصارا SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش الجزائر العاصمة وقد شرعت الشركة ، مند نشأتها ، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة البورصة.¹

ثانيا: نشأة بورصة الجزائر

تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر، في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي، الذي أعلن عنه عام 1987 و دخل حيز التطبيق عام 1988 أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة فكان ابتداء من سنة 1990، و منذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي:

¹أوصغيرالوزير، مرجع سابق، ص: 14.

1- المرحلة التقريرية: (1990-1992)

لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 و بهذا نص المرسوم رقم 90-101 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط.

كما أوضح المرسوم رقم (90 . 102) المؤرخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية و كذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، و في أكتوبر من نفس السنة، و من خلال هيئة مؤهلة هي الجمعية العامة لصناديق المساهمة، اتخذت الحكومة قرار إنشاء هذه الهيئة بتسمية مؤقتة " شركة القيم المتداولة " و بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فان صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم برأس مال يقدر بمبلغ 320000 دج، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، و يديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة¹، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة . و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط و تتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى و الازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها و نظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة و الخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه و بضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها و رفع رأسمالها في فبراير 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم بورصة الأوراق المالية . و بالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية بالمرّة في هذه المرحلة، حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

2- المرحلة الابتدائية (1993-1996)

لقد تم في هذه المرحلة تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة حيث منع قانون 88-04 المؤرخ بتاريخ 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض و بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25

¹ المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993.

أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم و بالقيم المنقولة ففيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للادخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى¹:

- خمسة ملايين دينار جزائري (500000000) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

- مليون دينار جزائري (100000000) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للادخار.

و بهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار، أما فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في : أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و السندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. إن اتخاذ مثل هذا القرار، أي قرار ادخار قيم منقولة جديدة يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر . في إطار هذا المضمون فان المادة 715 مكررة 30 من المرسوم التشريعي الجديد نصت على ما يلي:

القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و تكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر و تمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها. إذ يظهر جليا مما سبق ذكره أهمية و ضرورة قابلية استهلاك و تداول القيم، التي تعتبر شرطا أساسيا في السير الحسن للسوق المالي².

أما فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في الهيئتين التاليتين
 ↳ لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصة (COSOB) و هي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة

¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993 .

² قاسم شاوش لمياء، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة البلدية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2004/2005، ص 160.

← شركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، و لا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة و عن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

3- مرحلة الانطلاق الفعلية : (من 1996 إلى وقتنا الحالي)

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

- تم وضع نص قانوني لإنشاء و تنظيم هذه البورصة.
- أصبح للبورصة مكان مادي بغرفة التجارة.
- تم تشكيل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (cosob) في فيفري 1996،¹ إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، و أصبح كل الأفراد العاملين بالهيئتين جاهزين للعمل.

و مع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصة يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك و شركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين و تنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا، بهدف الاستفادة و لو بشكل سطحي من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

و قد عملت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم و تحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل بالتاريخ المحدد، و هو نهاية سنة 1997م، و تم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 2 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، و ذلك فيما يسمى بالسوق الأولي للسوق المالي، و على هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدشن سوق للرساميل في الجزائر، في الوقت الذي كان ينتظر أن تصبح بورصة الجزائر عملية.

¹المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجديدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أبريل 1993 .

و نشير إلى أنه ثمة ثلاث شركات قامت بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغية رفع رأسمالها الاجتماعي مرورا بالبورصة و هي:

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

. مجمع صيدل : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

فندقا لأوراس : رفع رأسماله الاجتماعي بنسبة 20%.

المبحث الثاني: دوافع و سبل انشاء و تطوير السوق المالية الاسلامية.

يتضمن هذا المبحث دوافع مزيا و مشاكل التحول الى السوق المالية الاسلامية سبل انشاء و تطوير سوق مالية اسلامية

المطلب الأول: دوافع مزيا و مشاكل التحول الى السوق المالية الاسلامية.

أولا: مزيا و دوافع التحول الى السوق المالية الاسلامية.

إن انفتاح النظام المصرفي الجزائري على العمل المصرفي الاسلامي سيمكن الجزائر من الاستفادة مما تتيحه المصارف الاسلامية في مختلف المجالات، خاصة وأن الجزائر في مرحلة نمو تحتاج إلى كل ما يدعم ويعزز هذا النمو والتنمية، ففي مجال تعبئة المدخرات تساهم المصارف الإسلامية في زيادة وترقية الادخار المحلي، خاصة وأن الكثير من الجزائريين يفضل اكتناز أمواله، على أن يودعها لدى البنوك التقليدية التي تتعامل بالربا، وفي مجال التمويل سيكون للمصارف الإسلامية دورها في توفير التمويل اللازم للقطاع الفلاحي الذي أنفقت عليه الدولة المليارات ولم يحقق أهدافه المنوطة به، بل لم يؤد ذلك سوى ارتفاع مستمر في أسعار الخضر والفواكه محليا، وإلى ارتفاع مستمر لفاتورة الغذاء المستوردة خاصة الحبوب وقد بلغت هذه الفاتورة ما يقارب 3 مليار دولار سنويا، كما ستوفر هذه المصارف التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تعتبر حجر الزاوية في تحقيق التنمية وتشغيل اليد العاملة ، وذلك من خلال الصيغ التمويلية المتنوعة التي توفرها هذه المصارف، والتي تصلح لتمويل هذا القطاع الحيوي.¹

ثانيا: مشاكل التحول الى السوق المالية الاسلامية.

¹ سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة ، متطلبات تطوير الصيرفة الاسلامية في الجزائر، مرجع سبق ذكره

1- المعوقات الاقتصادية

1-1 - التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخل الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها.

وإذا استمر الوضع على هذه الحالة فمن الممكن أن يؤدي إلى هبوط معدل الادخار الوطني إلى مستويات غير مرغوب فيها و قد شوهد في بداية التسعينات ارتفاعا كبيرا لمعدلات التضخم بالجزائر، ترجمت بارتفاع مستوى أسعار السلع و زيادة تداول الكتلة النقدية كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لا بد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية و ليست الاسمية، ذلك لأن العائد يفقد جزءا من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعا لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم، الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار¹ وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

1-2 - السوق الموازية: إن الأرباح المحققة في هذه السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاقا العائلات على توجيه إدخاراتها نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

1-3 - ضعف الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الاقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على أرباح الشركات تعادل

¹ السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1978/1981" دار النهضة العربية 2001 القاهرة ص 363.

30% من الأرباح، هذه النسبة تؤدي إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلي حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري و الاستثماري.

1-4- ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80 % من مجموع الاستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع:

- ارتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا.
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى اعتبارات غير اقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات
- ضف إلى ذلك أن أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولي محدودة أو شركة تضامن ليس لدى ملاكها استعداد لفتح رأس مالها للغير.

2- المعوقات السياسية و التشريعية.

2-1- المعوقات السياسية : من المعروف أن بورصة الجزائر أنها افتتحت في ظروف سياسية غير مستقرة و هذا ما أسهم في مما ساهم في عرقلة النشاط الفعلي لبورصة الأوراق المالية. بحكم أن المستثمر يبحث دائما على عامل الأمان و المردودية بالدرجة الأولى، و هذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار السياسي، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان أين تسود الحروب، الانقلابات السياسية، و التغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.

2-2- المعوقات التشريعية: طبقا للقانون المتضمن شروط القيد ببورصة الجزائر نجد أنه يشترط و جوب إصدار الأوراق المالية من الشركات ذات الأسهم¹، إلا أن أغلب مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات ذات شخص وحيد، ضف إلى ذلك الإطار التشريعي البطيء حيث أن تأسيس بورصة الجزائر كان في التاريخ الذي تم فيه

¹ المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87،

المؤرخ في 29-12-1997

إنشاء لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، إلا أن تعيين أعضائها لم يكن إلا بتاريخ 27-12-1995، أما التصيب الرسمي فلم يتم إلا في شهر فيفري من عام 1996. كما أن شركة إدارة بورصة القيم انعقدت جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21-05-1997 رغم أن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 قد نص صراحة على إنشائها¹ نفس الشيء يمكن ذكره عند التطرق للوسطاء في عمليات البورصة حيث نجد صدور نظام رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بهم² إلا أن تأسيس معظم شركات الوساطة كان في سنة 1999

3- المعوقات و المشاكل الاجتماعية و الثقافية و الدينية.

3-1- العائق الاجتماعي و الثقافي: إنا العامل الديمغرافي في الجزائر جعل العائلات منشغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه ادخارها أساسا نحو البنوك العمومية باعتبارها تمثل أكبر قدر ممكن من الثقة و الأمان و هذا مما يؤدي إلى إعاقة عمل البورصة في الجزائر. كما نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع وذلك لجهل الفئات العريضة من المجتمع بماهية البورصة وأهميتها، التي تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعين من أجل استثمار أموالهم في القيم المتداولة.

3-2- العامل الديني: لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعترضها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة من 9 - 4 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل

¹ - بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نفود ومالية، جامعة الجزائر 2006/2005، ص 182

² - نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.

أحيانا بالمحرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة¹ كل هذا من شأنها أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال.

4- المعوقات التنظيمية

4-1- قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كلما زادت فعالية البورصة والعكس صحيح . وما يلاحظ الآن في بورصة الجزائر هو أن هناك عدد محدود جدا من المؤسسات المدرجة، ذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جدا وهذا بسبب الوضعية المالية المتدهورة التي تميز المؤسسات، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

4-2- عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنوع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعا لاختيار منها ما يلاءم إمكانياتهم، أهدافهم و ميولاتهم الشخصية، و التنوع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة الجزائرية فهي حديثة النشأة و لا نتداول فيها إلا ثلاثة أصناف من الأوراق المالية، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية كما و سبق الإشارة إليه الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية .

4-3- غياب الشفافية: سواء بالنسبة للتعامل في القيم المتداولة أو بالنسبة لمصادقية المعلومات التي يجب أن تقدمها المؤسسات المقيدة في البورصة للجمهور، بحيث يجب أن تكون هذه المعلومات ذات طابع اقتصادي مالي، محاسبي ... إلخ وذلك بغرض معالجة الوضعية السابقة والحالية والمستقبلية للمؤسسة. و في حالة الجزائر لا نجد نظام معلومات يضمن الشفافية لمستعملها يضاف إليه صعوبة الحصول على هذه المعلومات التي تسمح للمتعاملين القيام بالعمليات التي يريدونها في الوقت المناسب دون الوقوع في خطر.²

¹ جاسم علي الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع "، المؤتمر العلمي

السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743

² المرجع السابق، ص: 744.

4-4- سير عمل البورصة : حيث نجد أن شركة إدارة بورصة القيم كانت تنظم حصص التفاوض مرة واحدة في الأسبوع وذلك كل اثنين من الساعة 09:30 إلى الساعة 10:30 صباحا. ضف إلى ذلك أن عملية التسوية تتم خلال أسبوعا كاملا مما يعرقل السير الحسن للتعاملات فإذا كان أمر المساهم غير منفذ كليا وهناك مدة طويلة ليستلم شهادة السهم، فهذا الوقت الطويل سيحط من رغبته في القيام بأمر بيع أو شراء آخر.

كما نلاحظ نقص الوسطاء خاصة الخواص منهم إذ أن هناك خمس مؤسسات فقط تعمل كوسيط في عمليات البورصة.¹

المطلب الثاني: سبل انشاء و تطوير سوق مالية اسلامية.

أولا: الصيرفة الاسلامية.

1- تقنين العمل المصرفي: والمقصود بذلك أن تكون أعمال البنوك الإسلامية محكومة بقوانين وتشريعات محددة ، صادرة عن الجهات الرسمية والمختصة في الدول، بحيث يتناول قانون خاص كل ما يتعلق بالبنوك الإسلامية من أحكام إنشائها والرقابة عليها ، إذ أن عدم سن قوانين في هذا المجال سيؤدي إلى كثير من الاشكالات في الرقابة و الاشراف ومعايير المحاسبة والمراجعة والعلاقة مع مختلف المؤسسات التي تعمل في السوق المصرفية الجزائرية.² كما أن سن قانون مصرفي خاص بالبنوك الإسلامية ، سيوفر الإطار التشريعي الواضح لتنظيم عملها يتفق مع متطلبات الاقتصاد الوطني ،ولتحقيق ذلك يتطلب الأمر مجموعة من الاجراءات والسياسات أهمها:

- إدراج ملف المصارف الإسلامية ضمن ملفات إصلاح المنظومة المصرفية.
- تشكيل لجنة مختصة من خبراء شرعيين واقتصاديين وقانونيين ومصرفيين، وتكليفهم بالسهر على اعداد قانون للمصارف الإسلامية.
- دراسة القوانين المنظمة لعمل المصارف الإسلامية في الدول العربية والإسلامية وضرورة الاستفادة من تجاربها في هذا المجال.

¹ جاسم علي الشامسي، مرجع سابق، ص: 744.

² سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة، مرجع سابق، ص: 311.

- قيام تعاون كامل بين الجهات المعنية بهذا الأمر لإنجاحه، مثل: "بنك الجزائر، وزارة المالية جمعية البنوك والمؤسسات المالية، ثم أخيرا البرلمان والحكومة للمصادقة هذا القانون".

2- تنظيم العلاقة مع البنك المركزي:

إن الاختلاف والتميز في طبيعة عمل البنوك الإسلامية ، يفرض على البنك المركزي في أي دولة أن يتعامل بطريقة خاصة ومميزة أيضا مع هذه البنوك، دون أن يعني ذلك خروجها عن دائرة رقابته، بل المطلوب هو إيجاد واستخدام أدوات وأساليب خاصة لهذه الرقابة تتلاءم وطبيعة عملها وتنظيم هذه العلاقة يكون ناتجا بالضرورة عن مذكر سابقا من سن قانون خاص ينظم الإنشاء والرقابة على البنوك الإسلامية، وبالتالي يمكن للبنك المركزي " بنك الجزائر " في ظل هذا القانون أن ينظم علاقته مع البنوك الإسلامية " في جوانبها الأساسية " وفقا لما يلي:

- **نسبة الاحتياط القانوني:** إن الاحتياط القانوني الذي يفرضه البنك المركزي على الودائع بالبنوك التجارية ، يهدف إلى التحكم في المعروض النقدي، إضافة إلى حماية أموال المودعين لدى البنك، لذا يجب أن تفرض هذه النسبة أساسا على الودائع الجارية لأن فرض هذه النسبة على حسابات الاستثمار لدى البنوك الإسلامية ، يعني عدم استثمار تلك النسبة من الأموال المخصصة للاحتياطي المطلوب ، مما يتسبب في تحقيق عوائد أقل لمجموع الودائع المستثمرة وبالتالي لا يجب إخضاع الحسابات الاستثمارية لدى البنوك الإسلامية لنسبة الاحتياطي القانوني أو على الأقل تخفيضها وذلك للاعتبارات التالية:

- إن الودائع الآجلة أو الاستثمارية في المصرف الإسلامي ، يتم النظر إليها على أنها مساهمات أو محافظ استثمارية تشارك في الربح أو الخسارة، يديرها البنك لصالح أصحابها وعلى مسؤوليتهم الخاصة، ودون ضمان من البنك برد هذه الأموال فضلا عن أرباحها، أي أنها تعتبر كأموال المساهمين لكنها مؤقتة ، أي عكس ما ينطبق تماما على الودائع الجارية.

- إن المصارف الإسلامية لن تستفيد من هذا الاحتياطي بعكس البنوك التقليدية، لا من حيث تقاضي فائدة عليها لما في ذلك من مخالفة شرعية ، ولا من حيث توفير الحماية لأصحاب هذه الأموال لأنها ودائع مضاربة تشارك في الربح والخسارة.

- **دور الملجأ الأخير للإقراض:** يمكن للبنك المركزي "بنك الجزائر" أن يؤدي دوره كملجأ أخير للإقراض بالنسبة للبنوك الإسلامية في الجزائر حين مواجهتها لأزمات السيولة كما يلي:¹

- في حالة تعرض البنك الإسلامي لمشكلة السيولة، يمكن للبنك المركزي أن يقدم له تسهيلات في شكل قروض حسنة، مقابل امتيازات ينالها البنك المركزي، كتنازل البنك الإسلامي عن الفوائد الناتجة عن نسبة الاحتياطي القانوني أو ما يفوقها من أموال مودعة "أحيانا" لدى الأول.

- إنشاء صندوق مشترك يمكن للبنك المركزي أن يجمع فيه الموارد اللازمة لهذا الصندوق، ويتم ذلك من خلال فرض نسبة احتياطي خاص يسهم فيه كل بنك إسلامي، بنسبة معينة يحددها البنك المركزي حسب حجم البنك، وتكون المهمة الأساسية لهذا الصندوق المشترك هي تمكين البنك المركزي من القيام بدور الملجأ الأخير للإقراض، أي مساندة البنوك الإسلامية في حالة تعرضها لأزمات مالية، ويتم ذلك بصيغة القرض الحسن، مع ضرورة التأكد من حقيقة ثغرة السيولة من حيث الحجم والتوقيت والأسباب، وفي حالة انتهاء حالة العجز في السيولة يجب الرجوع القرض فوراً.

- **نسبة السيولة:** إن الغرض من فرض نسبة سيولة معينة على البنوك التجارية للاحتفاظ بها هو الحيلولة دون تعرض هذه البنوك لأزمات السيولة المفاجئة.

إن لوجود نسبة السيولة النقدية بالمصارف الإسلامية أهمية كبيرة بالنسبة للاقتصاد الوطني كعامل تنظيمي وأساسي لحمايته، وبالنسبة للمصارف الإسلامية ذاتها، ولكن الأمر يتطلب التمييز بين المصارف الإسلامية والتقليدية في مكونات نسبة السيولة، إذ يجب أن تكون أقل من تلك المفروضة على البنوك التقليدية على أساس اختلاف مكونات الأصول السائلة في البنوك الإسلامية عن مثيلتها في البنوك التقليدية، إذ أن البنوك الإسلامية مثلا تقبل الكمبيالات على أساس التحصيل لا الخصم لأنه محرم، كما أن من المفترض ألا تتضمن النسبة السندات الحكومية أيضا لأنها فائدة. ومع ذلك يمكن إخضاع جزء مهم من الودائع الجارية وجزء بسيط من ودايع الاستثمار لهذه النسبة، حيث يحسب الأول ضمن الاحتياطي القانوني ولكن لا يبقى

¹ سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة، مرجع سابق، ص: 312.

لدى البنك المركزي بل لدى البنك الاسلامي وتحت رقابة الأول ، ليس من باب توفير الحماية للمودعين كما أسلفنا ، بل لمواجهة طلبات السحب على هذه الودائع.

- **معدل كفاية رأس المال:** تقاس كفاية رأس المال في البنوك " بالصيغة الحديثة " بمعدل رأس المال إلى الأصول والمرجحة بأوزان المخاطر، إضافة إلى الأعمال أو الأنشطة خارج الميزانية.¹ إن أشهر تطبيق لهذه النسبة هو نسبة بازل، خاصة منها بازل II المطبقة عالميا منذ بداية سنة 2007، وقد تبين من خلال دراسة تطبيقية على بنك البركة الجزائري أن البنوك الجزائرية لا زالت " في معظمها " تطبق نسبة بازل I، كما تبين أيضا من خلال هذه الدراسة أن بنك الجزائر يفرض على البنوك الاسلامية تطبيق هذه النسبة بنفس الطريقة المطبقة في البنوك التقليدية، دون مراعاة لذا نرى أن أفضل طريقة لحل هذا الاشكال هو تبني بنك الجزائر لمعيار كفاية رأس المال الذي أصدره مجلس الخدمات المالية الاسلامية IFSB بماليزيا سنة 2005، حيث وضع هذا المعيار وفقا لنسبة بازل II وبراغي في نفس الوقت خصوصية العمل في البنوك الاسلامية وقد تبنت العديد من هذه البنوك هذا المعيار بعد أن لقي اعترافا من لجنة بازل نفسها، بل إن دولا عديدة فرضت على بنوكها الاسلامية تبني هذا المعيار بتعليمات خاصة.²

- **التدريب والتثقيف الشرعي للعاملين بالمصارف الاسلامية:** يسهم وعي العاملين بالمصارف الاسلامية ومعرفتهم الكاملة بأصول المعاملات المالية الاسلامية والتأصيل الشرعي الصحيح لصيغ الاستثمار والخدمات المالية الاسلامية ، في إزالة الكثير من العثرات ومعالجة الخلل الذي يصيب كثيرا من البنوك الاسلامية ، لذا يجب تهيئة الإطار المؤهلة علميا وعمليا للعمل بالمصارف والمؤسسات المالية الاسلامية، ويتم ذلك من خلال:

- انشاء مركز تعليمي وتدريبى متخصص في العلوم المصرفية الاسلامية ،ذلك لإعداد وتدريب وتخرج الإطار المصرفية المؤهلة المشار إليها سابقا. وإذ لم يتسن ذلك في القريب العاجل فيمكن انشاء قسم خاص لهذا الغرض بالمدرسة العليا للبنوك، بالجزائر العاصمة.

- قيام البنوك في الجزائر بإنشاء أقسام متخصصة في تطوير الهندسة المالية الاسلامية وتدعيم الابتكار المالي، ومراكز متخصصة لتدريب العاملين محليا أي داخل البنك، وفي هذا الإطار

¹ سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة ، مرجع سابق، ص: 312.

² المرجع السابق، ص: 313.

يمكن الاستفادة من تجارب بنوك اسلامية رائدة في هذا المجال، كالمعهد الاسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الاسلامي للتنمية "جدة" وركز الاقتصاد الاسلامي التابع للمصرف الاسلامي الدولي للاستثمار والتنمية "القاهرة".

- ضرورة الاستفادة من جهود بعض الهيئات الاقليمية والدولية، التي تعمل على تطوير الصيرفة الاسلامية مثل: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الاسلامية "البحرين" التي تضع معايير محاسبية متوافقة مع المعايير المحاسبية المطبقة عالميا من جهة، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية من جهة أخرى، ومجلس الخدمات المالية الاسلامية ماليزيا، الذي يضع قواعد الحيطة والجذر المتوافقة مع المعايير العالمية مثل معايير بازل من جهة، وتراعي خصوصية العمل في البنوك الاسلامية من جهة أخرى.¹

ثانيا: سوق الاوراق المالية الاسلامية.

1. جانب صناديق الاستثمار الاسلامية:

تمثل صناديق الاستثمار . غالبا . نشاطا للبنوك ، لأنها تمكنها من تحقيق مجموعة من المزايا حيث تتيح لها زيادة حجم الأموال تحت ادارتها، دون الحاجة إلى زيادة رأس المال ، كما تمثل مصدر دخل للبنك من خلال الرسوم المختلفة، وهي أفضل وأكثر استقرارا من سعر الفائدة الناتج عن النشاط الرئيسي للبنك والمتمثل في الائتمان، اضافة إلى امكانية استفادة البنوك من الخبرات الخارجية في الادارة خاصة فيما يتعلق بالتسويق. وتعتبر صناديق الاستثمار الاسلامية وسيلة هامة لتجميع المدخرات . خاصة من صغار المستثمرين . وتوظيفها في استثمارات حقيقية منتجة ويتطلب تحقيق أقصى استفادة من هذه الصناديق سن قوانين ملائمة تراعي خصوصيتها وتمكن من ادراجها في سوق الاوراق المالية الاسلامية كمعاملتها باعتبارها شركة مساهمة كما تفعل السعودية وغيرها من الدول الأخرى.²

2. جانب الصكوك الاسلامية :

في عام 2010 حاولت مؤسسة بورصة الجزائر وضع إطار ملائم لإصدار الصكوك الاسلامية لكن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة رفضة ادراج الصكوك الاسلامية بحجة اختلافها عن السندات

¹ سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة ، مرجع سابق، ص:313.

² فيجل عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 486.

التقليدية، اضافة إلى غياب الاطار القانوني المنظم لها على مستوى القانون التجاري والقانون المدني الذي لايشتمل على طبيعة الملكية المقيدة "دون حق الاستعمال" التي تتميز بها الصكوك الاسلامية وعدم وجود نص ينظم الشركة ذات الغرض الخاص اللازمة لاصدار مثل هذه الأدوات المالية. ويؤكد هذا الواقع عدم قابلية ادماج الأدوات المالية الاسلامية عموما في سوق الأوراق المالية الجزائرية في ظل الاطار التشريعي والتنظيمي الحالي، مما يتطلب بدل جهود حثيثة لبناء قاعدة قانونية تمكن من قبول ادراج وتسجيل الصكوك الاسلامية في السوق، لكن ذلك لن يتم دون وجود ارادة سياسية وتعاون بين الحكومة والمختصين في شؤون الصناعة المالية الاسلامية والاقتصاد الاسلامي.¹

3 . جانب تدريب وتأهيل الموارد البشرية :

تمثل الموارد البشرية المؤهلة والمدربة على ممارسة الصناعة المالية الاسلامية والمحيطه بحديثاته الفقهية والشرعية وكيفية عملها أهم مطالب نفاذ المعاملات المالية الاسلامية إلى السوق المالية الجزائرية ، كما يمكن ذلك من صياغة تشريعات خاصة تراعي الخصوصية الاسلامية في المعاملات والأدوات والأليات ، وهذا الأمر يتطلب بدوره العديد من الاجراءات والأليات ، كفتح معاهد متخصصة لتكوين ممارسي الصناعة المالية الاسلامية . تجربة المعهد المصرفي بالسعودية . وكذا ادماج المعاملات المالية الاسلامية ضمن مقررات المقاييس التي تدرس في الجامعة مع مرافقتها للعمل الميداني كي يتسنى للفرد البشري إسقاط الدراسة النظرية على الواقع التطبيقي واستخراج النتائج وتحليلها والاستفادة منها لتطوير العمل المصرفي الاسلامي بالجزائر.²

¹ فيجل عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 486.

² المرجع السابق، ص: 487.

خلاصة الفصل:

إن تطوير الصيرفة الاسلامية في الجزائر بتهيئة المناخ الملائم لعملها، ضرورة حتمية يجب مراعاتها، خاصة مع تزايد عدد البنوك الاسلامية مستقبلا، وذلك لتمكين الاقتصاد الوطني من الاستفادة من مساهمة المصارف الاسلامية في تمويل مختلف القطاعات، خاصة وأن الجزائر في مرحلة حساسة من مراحل التنمية، تحتاج فيها إلى كل ما يدعم ويعزز هذه التنمية، ذلك أن التمويل الاسلامي يعتبر أكثر كفاءة واستقرار، وأكثر اتصالا بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية، بل وأكثر طلبا من المواطن الجزائري المسلم، مقارنة بالتمويل التقليدي القائم على الربا وعلى التباعد بين دائرة الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، وبالإمكان تحقيق ذلك تدريجيا وعلى مراحل في مدة لا تتجاوز ثلاث سنوات، شرط توفر الإرادة السياسية والإعداد المناسب، ولا بد من التأكيد على هذا الشرط الأخير إذ أن البطء مع الثبات خير من العجلة مع الفشل، وأن نجاح المحاولة يثبت قوة المبادئ الاسلامية في حين أن أي إخفاق لا بد وأن يضر بالتجربة، وقد لا تتاح لها فرصة أخرى مستقبلا.

خاتمة عامة

من خلال دراسة موضوع متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر، تبين أن أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية إسلامية يكمن في ضرورة توفير مناخ استثماري ملائم ووجود أدوات مالية إسلامية تكون مصممة وفق شروط وأحكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف شرائح المستثمرين، بحيث تكون هذه الأدوات متنوعة ومن أهمها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية ووثائق صناديق الاستثمار الإسلامية، فهذه الأدوات التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولًا لها دور كبير ومهم جدًا في تنشيط وتطوير وتفعل السوق المالية الإسلامية.

- نتائج اختبار الفرضيات:

- صحة الفرضية الأولى المتعلقة بان أهمية تكمن الأسواق المالية الإسلامية في كونها قائمة على المنافسة الحرة والعادلة، تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
- الحاجة إلى مزيد من التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية، ضرورة لإزالة العقبات التي تؤثر سلبا على عمل الأسواق الإسلامية. ثبت صحة هذه الفرضية؛ من خلال تجارب الدول التي أنشأت ووطرت من أسواقها المالية كماليزيا، السعودية والبحرين؛
- 3. تتبنى الجزائر السوق المالية الإسلامية، للتقليل من عزوف الأفراد عن التعامل بالمعاملات المالية القائمة على الربا. صحة الفرضية الثالثة رغم التباطئ في إجراءات التحول إلى سوق مالية إسلامية .

نتائج الدراسة: تمّ التوصل إلى جملة نتائج مستخلصة، ومن هذه النتائج يمكن ذكر مايلي :

1. تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية من الوحدات المدخّرة الراغبة في التوظيف اللاربي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللاربي لمشاريعها من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة وتداولها؛
- 2 . ينبغ أن تلتزم السوق المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية والأخلاقية، بحيث تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية ومتوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية ولذلك يتوجب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات اللاأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية، لما لها من أضرارٍ جسيمة بالمتعاملين وبالسوق، ولأجل ذلك

فهي تخضع لهيئة الرقابة الشرعية للتأكد من خلوها من كافة المحظورات الشرعية وضمان التزامها بأحكام وقواعد الشريعة في جميع معاملاتها؛

3. حتى تتمكن السوق المالية الإسلامية من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نُظر لها، لا بد من توفر عدّة عناصر ومؤسسات لا تقوم إلا بها، كالشركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسرة الإسلامية..، وفي المقابل فإنّ هناك العديد من المقومات والمتطلّبات والإجراءات اللّازمة التنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين وتفعيل السوق المالية الإسلامية، وتمكّنها من أداء وظائفها بكفاءة وعلى النحو الذي سَطّر لها، من أهمّها توفير المناخ الاستثماري الملائم والمناسب لطبيعة عملها، توفر سياسات وإجراءات تعزيز الشفافية؛

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

5. إنّ العمليات التي تتم في السوق المالية الإسلامية لا تُعد صحيحة إلا إذا تمتّ عن طريق السماسرة المعتمدين من قبل لجنة السوق، و تتوافر فيهم كافة الشروط ويلتزمون بكل القواعد والقوانين والإجراءات التي وضعتها إدارة السوق، وينبغ عل الوسيط أن يكون أميناً صادقاً مع كل عملائه، وأن يتجنّب كل أشكال الغش والاحتيال والتدليس معهم .

6. نظراً لأهمية وحساسية الدور الذي تؤدّيه السوق المالية الإسلامية، فهي تخضع لرقابة بعض الجهات و الهيئات، من أهمّها الهيئة العامة لسوق المال الإسلامي التي تأتي عل رأس الهرم في قطاع الأوراق المالية، وتخضع عدّة جهات لرقابتها من حيث ترخيصها وتنظيم عملها أو الإشراف عليها ومراقبتها، كما تخضع أيضاً لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية، التي تتولّى الإشراف على جميع النواحي الشرعية بالسوق، بهدف التأكد من مطابقة معاملاتها لأحكام الشريعة والاعتراض على المخالف منها .

7. لقد خطت بعض الدول الإسلامية خطوات مهمة وإيجابية في سبيل إنشاء سوق مالية إسلامية، تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزء مهمًا من النظام المالي الماليزي، وكذلك البحرين التي قامت وبالتعاون مع أطراف عديدة بإنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية التي تهتم بتنظيم وضبط العمل في السوق المالية الإسلامية؛

8. يتطلب إنشاء سوق مالية إسلامية إصدار القوانين والتشريعات واللوائح المالية التي تختص بتأسيسها، وفي نفس الوقت تنظم و تحكم إجراءات التعامل فيها، كما أنها تسهل عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية فيها، وذلك حتى لا تتعرض للمقامرات والمضاربات التي تؤدي إلى الانحراف بالمدخرات عن الاستثمار في المشروعات التي تحتاجها التنمية الاقتصادية في الدول الإسلامية.

- مقترحات الدراسة :

- في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم المقترحات التالية:
1. التحول إلى سوق مالية إسلامية في الجزائر يتطلب بيئة مناسبة لذلك، كتوفر الإرادة السياسية وإصدار القوانين والتشريعات والكوادر المؤهلة والجهات المشرفة التي تنظم عمل هذه السوق بدل الممارسة المحتشة لعمليات الصيرفة الإسلامية.
 2. ضرورة العمل على إصدار التشريعات اللازمة ووضع وصياغة قوانين متكاملة للتعامل مع الأدوات المالية الإسلامية سواء القديمة المعدلة أو الجديدة المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية إصدارًا وتداولًا.
 3. ضرورة إنشاء مراكز متخصصة تتكفل بإدارة وتنظيم الأدوات المالية الإسلامية ووضع معايير فنية موحدة بين كافة المؤسسات المالية الإسلامية، مع ضرورة إعداد البحوث والدراسات وعقد المؤتمرات والندوات في قضايا المعاملات المالية المعاصرة لتقييمها وبيان الحكم الشرعي لها لتعديلها أو إيجاد البدائل الشرعية لها.
 4. ضرورة توحيد الفتاوى والمعايير المحاسبية تلبية لمقتضيات التعامل في السوق المالية الإسلامية.

5. زيادة نطاق التعاون والتنسيق المشترك بين الجزائر والأسواق المالية في الدول الإسلامية والتقارب فيما بينها لتبادل خبراتها والاستفادة من تجاربهم ، لمعرفة مختلف الإجراءات وأهم الخطوات المتبعة.

6. تعتمد كفاءة السوق المالية الإسلامية على حسن اختيار الموارد البشرية التي تؤمن بفكرة العمل المالي الإسلام، وفي

7 . العمل على تقديم دورات تدريبية للعاملين والمتعاملين في الأسواق المالية الإسلامية لتحسين المؤهلات والخبرات العلمية والعملية والشرعية الكافية واللائمة. وأن لزم الأمر تأسيس معاهد متخصصة لهذا الغرض.

- آفاق الدراسة: لغرض التعمق في دراسة موضوع إنشاء الأسواق المالية الإسلامية في الجزائر، نقتراح مواصلة البحث في:

- دوافع إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر: دراسة ميدانية؛
- دور التكنولوجيا المالية في تعزيز كفاءة الأسواق المالية الإسلامية.

المراجع

الكتب:

- أحمد أبو موسى، رسمية الأسواق المالية والنقدية، الطبعة 2، عمان دار المعتز، 2005/2004
- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2008.
- أدهم ابراهيم جلال الدين، الصكوك والأسواق المالية الإسلامية ودورها في التمويل التنموية الاقتصادية، دار الجواهر للنشر والتوزيع، 2014، القاهرة جمهورية مصر العربية.
- السيد محمد أحمد جاهين "سياسة الصرف الأجنبي خلال فترة الانفتاح الاقتصادي لمصر 1981/1978" دار النهضة العربية 2001.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك (دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 2
- حسين محمد سمحان، د موسى عمر مبارك، د عبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العالمية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، جمهورية مصر العربية، 2012.
- دريد كمال آل نسيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري البازوري، الأردن، 2009.
- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق المالية من منظور اقتصاد اسلامي، الأردن، الطبعة الأولى، 2009
- ضياء مجيد الموسوي "البورصات"، أسواق رأس مال وأدواتها، الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الفجر، مصر، 2007
- عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الفجر، مصر، 2007.
- عبد الكريم احمد قندوز، التقنيات المالية و تطبيقاتها في الصناعة المالية الاسلامية، صندوق النقد العربي، الامارات العربية المتحدة، 2019
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2004 .

- عبدالرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية.

- عطية فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998.

- علي كنعان، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.

- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائلن الأردن، 2008.

- محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، بيروت، دار ابن حزم، 2011

- محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.

- محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2005

- محمود حميدات ، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، 1996

- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار النشر، سوريا، 2009

- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال والأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.

أطروحات الدكتوراه والرسائل الجامعية:

- بوكساني رشيد، " معوقات أسواق الأوراق المالية في الدول العربية و سبل تفعيلها "، رسالة لنيل

درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 2006/2005

- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مذكرة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية ، جامعة سطيف، الجزائر، 2014.

- قاسم شاوش لمياء، " الأسواق المالية الناشئة - حالة الجزائر - " مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، جامعة البليدة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2005/2004.

- لطرش سميرة كفاءة، سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مذكرة دكتوراه تخصص علوم اقتصادية، جامعة قسنطينة، غير منشورة، الجزائر، 2010.
- يمينة ختروسي، متطلبات انشاء سوق أوراق مالية اسلامية بالاعتماد على التجربة الماليزية والبحرينية.

المقالات العلمية:

- سليمان ناصر وعبد الحميد بوشرمة ، متطلبات تطوير الصيرفة الاسلامية في الجزائر مجلة الباحث جامعة ورقلة ، عدد 07 . 2009 / 2010 .
- فيصل عبد الحميد، المتطلبات التشريعية و التنظيمية لاقامة سوق أوراق مالية اسلامية، حالة سوق الاسهم السعودية و امكانية استفادة بورصة الجزائر منها، العدد44، 2018.
- شوقي جبار وآخرون، السوق المالية البديلة كألية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة، مجلة التنظيم والعمل، العدد 05، الجزائر، 2005.

الجرائد الرسمية:

- المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 25 أفريل 1993. المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن للقانون التجاري الجريدة الرسمية، العدد 27، الصادر بتاريخ 25 أفريل 1993.
- نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 المؤرخ في 03 جوان 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، الجريدة الرسمية، العدد 36، الصادر في 01 جوان 1997.
- المادة 30 من نظام لجنة تنظيم و رقابة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997، الجريدة الرسمية، العدد 87، المؤرخ في 29-12-1997

المؤتمرات والملتقيات:

- أحمد محي الدين أحمد، حدود الهيئات الشرعية إدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكد من الالتزام بالأحكام الشرعية، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين، 2003.
- أو صغير الويزة ، فعالية آليات تدفق الأموال داخل النظام المالي: مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية ، جامعة محمد بوضياف، المسيلة 4 . 5 فيفري 2019.
- جاسم علي الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل و الواقع "، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة
- شعبان محمد إسلام البرواري، الفائض التأمين في الشركات التكافل وعلاقة صندوق التكافل، ورقة عمل مقدمة الهيئات الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة المالية الاسلامية، 2010
- كمال حطاب، نحو سوق مالية إسلامية ، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية .
- محمد علي عقول، المعوقات والتحديات التي تواجه المصارف الإسلامية، من أوراق المؤتمر الدولي الأول الموسوم ب "صيف مبتكرة للتمويل المصرفي الإسلامي / جامعة آل البيت - الأردن، 2011.
- هشام جبر، صناديق الاستثمار الاسلامي، ورقة عمل مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول الاشتغال والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، فلسطين، 2005.

الأنترنيت:

- السوق المالية السعودية، "نبذة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي www.lada.wul.com.su - 25

أوت 2020

المخلص:

تسهم السوق المالية الاسلامية بفعالية في تنمية اقتصاد الدول التي اهتمت بإنشائها وتطويرها، على الرغم من وجود تحديات تواجهها ومعوقات تحول دون نجاحها، ومع هذا فان فرص نجاح مثل ذلك السوق المالية الاسلامية كبيرة خاصة اذا طبقة أحكام وقواعد الشريعة الاسلامية على نظام التعامل بشكل عام . وقد هدف هذا البحث إلى الإحاطة بمتطلبات انشاء السوق المالية اسلامية في الجزائر وأهم التحديات والمشاكل التي تواجهها، من خلال عرض تجارب لدول اسلامية من بينها ماليزيا والسعودية والبحرين في هذا المجال ومحاولة الاستفادة منها.

ومن أهم نتائج البحث: خطت بعض الدول الإسلامية خطوات هامة في إنشاء سوق مالية إسلامية، تأتي في مقدمتها ماليزيا التي قامت بإنشاء سوق رأس المال الإسلامي الذي يُعد جزء مهما من النظام المالي الماليزي. وتعتبر تجربة يحتذى بها. كما يتطلب إنشاء سوق مالية إسلامية في الجزائر توفير الإطار القانوني والتشريعي، الإطار التنظيمي الذي يحدد إجراءات التعامل فيها، ويسهل عمليات تداول الأوراق المالية الإسلامية فيها. وكذا تكوين الموارد البشرية المؤهلة لهذا الغرض.

Summary :

The Islamic financial market effectively contributes to developing the economy of the countries that have been interested in establishing and developing it, despite the challenges it faces and obstacles that prevent its success. Nevertheless, the chances of success of such an Islamic financial market are great, especially if the provisions and rules of Islamic law are applied to the system of dealing in general. This research aimed to understand the requirements for establishing an Islamic financial market in Algeria and the most important challenges and problems it faces, by presenting the experiences of Islamic countries, including Malaysia, Saudi Arabia and Bahrain, in this field and trying to benefit from .them

Among the most important results of the research: Some Islamic countries have taken important steps in establishing an Islamic financial market, on top of which is Malaysia, which has established the Islamic capital market, which is an important part of the Malaysian financial system. It is considered an example to be followed. The establishment of an Islamic financial market in Algeria also requires the provision of the legal and legislative framework, the regulatory framework that defines the procedures for dealing in it, and facilitates the trading of Islamic securities therein. As well as the formation of qualified human resources for this purpose .
