

الجامعة الأردنية
كلية الشريعة
قسم المصارف الإسلامية



(دورأدوات التمويل الإسلامية في تنشيط سوق الاوراق المالية)

"الصكوك أنموذجاً"

إعداد

أسيل بسام دررس

إشراف

باسل الشاعر

قدم هذا البحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة البكالوريوس في

المصارف الإسلامية

نيسان/2020

الإهداء

إلى من بَلَّغَ الرسالة وأدى الأمانة
إلى نبي الرحمة ونور العالمين (سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم)

إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب
إلى من علمني معنى الحياة وأمسك بيدي على دروبها
إلى من حصد الأثواك عن دربي ليمهد لي طلب العلم
إلى سندي الغالي أبي

إلى ملاكي في الحياة
إلى التي ربنتي صغيراً وحفظتني كبيراً
إلى من كافحت من أجلنا وتعبت حتى أوصلتنا إلى ما نحن عليه
إلى قرّة عيني وفؤادي أُمي

إلى من هم أقرب إليّ من روعي
إلى من شاركني حزن الأم وبهم استمد عزتي وإصراري (إخوتي)

إلى من لا تحلو الحياة إلا بوجودهم، ولا تزهو الأيام إلى بصحتهم، إلى من تجمعني بهم أجمل
الذكريات وأمتع اللحظات (صديقاتي)

الشكر

تتسابق الكلمات وتتزاحم العبارات لتنظم باقات الشكر والامتنان لجهودكم وعطائكم المتواصل.....

إلى من علموني حروفاً من ذهب وكلمات من درر وعبارات من أسمى وأحلى عبارات في العلم

صاغوا لي من علمهم حروفاً ومن فكرهم منارة تثير لنا مسيرة العلم والنجاح

إليكم يا من حملتم أقدس رسالة في الحياة أقدم آيات الشكر والإمتنان والمحبة

إلى جميع أساتذتنا الأفاضل.....

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	المحتوى
ب	الإهداء
ج	الشكر
د	قائمة المحتويات
7	الملخص باللغة العربية والإنجليزية
8	المقدمة
9	مشكلة الدراسة
9	أهداف الدراسة
10	أهمية الدراسة
11	الدراسات السابقة
12	منهج الدراسة
12	خطة الدراسة
14	المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول : مفهوم الاسواق المالية
22	المطلب الثاني : مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية
26	المطلب الثالث :نشأة سوق الأوراق المالية وخصائصه
29	المطلب الرابع : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
36	المطلب الخامس: طرق تداول الأوراق المالية في البورصة
	المبحث الثاني: دور الصكوك في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية
40	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية ونشأتها
44	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

48	المطلب الثالث: خصائص الصكوك الإسلامية وأهميتها الإقتصادية
54	المطلب الرابع: إصدار وتداول الصكوك الإسلامية
58	المطلب الخامس: تطور- التعامل بالصكوك الإسلامية وأثرها على أسواق الأوراق المالية
62	النتائج
62	التوصيات
63	قائمة المراجع والمصادر

(دور أدوات التمويل الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية)

"الصكوك أنموذجاً"

إعداد

أسيل بسام دريس

إشراف

باسل الشاعر

الملخص

تناولت الدراسة البحث عن مفهوم الأسواق المالية وأنواعها وماهية البورصة وخصائصها ونشأتها والأدوات التقليدية المتداولة فيها , ثم تطرق البحث للحديث عن الصكوك الإسلامية وماهيتها وتاريخ نشأتها , وتكمن أهمية البحث في بيان أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد والشركات والدولة والإقتصاد بشكل عام , وكيف ساهمت بمختلف أنواعها في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية , كونها

أصبحت أداة منتشرة وازداد الإهتمام فيها بالسنوات الأخيرة , وقد توصلت الباحثة إلى جملة من النتائج منها؛ أن الصكوك الإسلامية هي بديل عن الأسهم والسندات استطاعت أن تجد مكانة بارزة في سوق الأوراق المالية ؛ مما دفع الكثير من الأطراف سواء شركات أو أفراد للتوجه لها و إصدارها وتداولها وفق صيغ تمويلية إسلامية بالإضافة إلى مخاطر- قليلة وسيولة عالية, ومن أهم التوصيات التي تم التوصل إليها هو العمل على تشجيع إصدار- وتداول إلكتروني للصكوك والبعد عن الإجراءات المعقدة , وذلك لتشجيع التعامل فيها وانتشارها بأكبر قدر ممكن .

Abstract

By means of literature, this paper aims to shed more light on the concept of financial markets, their types, what the stock market is , its characteristics and origins, and the traditional tools circulating therein. Then the research touched on talking about Islamic bonds, what they are, and the history of their foundations. And the revitalization of the stock market, as it has become a widespread tool and the interest in it has increased in recent years, and the researcher has reached several results, including Islamic bonds are an alternative to stocks and bonds that have been able to find a prominent position in the market. Securities; which prompted many parties, whether companies or individuals to go to them and issue and trade them in accordance with Islamic financing formulas in addition to a few risks and high liquidity, and one of the essential recommendations reached is to work to encourage the issuance and electronic trading of Sukuk and distance from complex procedures, in order to promote Deal in it and spread it as much as possible.

مقدمة

الحمد لله الذي لولاه ما جرى قلم ولا تكلم لسان والصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم كان أفصح الناس لسانا وأوضحهم بيانا ثم أما بعد :

تمثلت سوق الأوراق المالية بشقيها الأول والثاني أداة أساسية من أدوات النمو الإقتصادي, لما لها من أثر إيجابي في تنشيط الإقتصاد , المتمثل في استغلالها لمخدرات المستثمرين وتوجيهها في أنشطة ومشاريع تحقق لهم عوائد مالية , وغيرها الكثير من المزايا التي تحقق التنمية الإقتصادية, لذلك لا بد من دراسة هذه الأسواق من منظور إسلامي وبأدوات مالية بصيغة إسلامية شرعية ومعرفة هل ستحقق نفس العوائد أم لا وهل ستنتج وتستمر , خاصة وأن هناك الكثير من الراغبين في الخوض بالإستثمار في الأسواق المالية لكن يواجهون مشكلة الخوض في الربا المحرم ومخالفة الضوابط الشرعية , فوجدت الصكوك الإسلامية كأداة بديلة للأسهم والسندات وحل أمثل لهؤلاء الراغبين بالإستثمار- ؛ لذا جاء هذا البحث ليوضح ماهية الصكوك الإسلامية ودورها في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية كونها أداة تهدف إلى جذب فائض السيولة للأفراد والشركات في شراء صكوك إسلامية و استثمار- حصيلة الإكتتاب فيها في مشاريع عن طريق صيغ التمويل المقبولة شرعاً وتحقيق عائد مبني على العدالة بين الأطراف , الأمر الذي أدى إلى انتشار التعامل فيها في العديد من دول العالم.

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في محاولتها الإجابة على التساؤلات التالية :

1. ما المقصود بسوق الأوراق المالية وما هي الأسباب والعوامل التي أدت إلى إنشائها؟
2. ما هي خصائص سوق الأوراق المالية ومن هم المتعاملون فيها ؟
3. ما الأدوات المالية المتعامل فيها في سوق الأوراق المالية (البورصة)؟
4. ما المقصود بالصكوك الإسلامية وما تاريخ نشأتها ؟
5. ما دور الصكوك في تفعيل وتنشيط أسواق الأوراق المالية ؟

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى مايلي:

1. بيان مفهوم السوق المالي وماهية سوق الأوراق المالية .
2. أنواع الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية وخصائصها.
3. التعرف على ماهية الصكوك الإسلامية .
4. بيان الفرق بين الصكوك والأدوات المالية التقليدية .
5. توضيح دور الصكوك الإسلامية في تفعيل وتنشيط السوق المالي وبيان تداولها .

أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة من أهمية الموضوع , فالصكوك الإسلامية تشهد تطوراً ونموً متسارعاً في الأسواق المالية الناشئة أو المتقدمة

وتتمثل أهمية الدراسة من أنها تسلط الضوء على الأمور التالية:

1. لقد بدأ الاهتمام بتطور وانتشار الصناعة المصرفية الإسلامية عالمياً، وذلك للنجاح الذي وصلت إليه هذه الصناعة وما يمكن لنا الاستفادة منها في تأمين بعض احتياجاتنا التمويلية من خلال ادواتها المالية المتنوعة ، فكان مشروع قانون الصكوك الإسلامية الذي اقر واعتمدت كافة مراحلها، اعطى دفعة قوية لاصحاب القرار والمهتمين بالصناعة المصرفية الإسلامية للسير باتجاه الاعتماد على التمويل الإسلامي، خاصة وان هناك العديد من المشاريع تنتظر الفرصة للحصول على التمويل الإسلامي بعيداً عن منطق التعامل بالفائدة.
2. أن السوق المصرفي الإسلامي في الأردن يشهد تطوراً ملحوظاً حيث يوجد أربعة مصارف إسلامية هي: البنك الإسلامي الأردني، البنك العربي الإسلامي الدولي، بنك صفوة الإسلامي، بنك الراجحي، وان هذه المصارف الأربعة لها حصة لا بأس بها من السوق المصرفي الأردني ويتوفر لديها سيولة كافية للاستفادة منها في عملية إصدار الصكوك او ادوات تمويلية اخرى.
3. إقبال دول غير إسلامية على إصدار الصكوك , مع تنبؤ بوصول الإصدارات الكلية الى آلاف المليارات من الدولارات في السنوات القادمة.

الدراسات السابقة:

- 1) غزال, محمد, (2013), دور الصكوك الإسلامية في تفعيل دور سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية", رسالة ماجستير, جامعة فرحات عباس, الجزائر . تناولت بالتفصيل ماهية الأسواق المالية ودور الصكوك فيها.
 - 2) كتاف, شافية, (2014), دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية, أطروحة دكتوراه, جامعة سطيف 1, الجزائر. هدفت الدراسة الى بيان مجالات العمل المصرفي الاسلامي ومهامها ووظائفها وممارساتها , وأهمية إنشاء سوق مالية إسلامية تطبق أحكام الشريعة الإسلامية , وابتكار أدوات مالية جديدة التي من شأنها تفعل دور الأسواق المالية الإسلامية كالصكوك , لكن لم تذكر الدراسة إحصائيات أو تقارير في التعامل بالصكوك بالأسواق المالية.
 - 3) يوسف, طرافي (2015), دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009-2014) , رسالة ماجستير, جامعة محمد بوضياف- المسيلة, سطيف, الجزائر-. وبينت الدراسة آلية إصدار- وتداول الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها على الأسواق الأخرى .
 - 4) أ.عبدالقادر خداوي مصطفى و أ.بزيرية محمد , الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية", الأدوات المالية الإسلامية بين محدودى التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية, يوم 5-6 ماي 2009, معهد العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير, الجزائر . بينت هذه الدراسة مفاهيم أساسية عن الصكوك لكن لم تتطرق للفروقات الأساسية بين الصكوك كبديل وبين الاسهم والسندات.
 - 5) بوكساني, رشيد, (2006) معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها, رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية, جامعة الجزائر- , غير منشورة. وضحت الدراسة ماهية أسواق الأوراق المالية مخصائصها ونشأتها والتحديات التي تواجهها .
- وتتميز- بحثي عن الدراسات السابقة في أنه جمع ما بين الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات والأدوات المالية الإسلامية وهي الصكوك وما يميزهم والمقارنة بينهم .

منهج الدراسة:

1. استقراء وتتبع المادة العلمية من مظانها الشرعية و الإدارية و التقنية كخطوة أولى للحصول على المادة اللازمة كأساس للبناء والتحليل.
2. المنهج الوصفي وذلك بدراسة واقع الأسواق المالية شكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص
3. ثم استخدام المنهج التحليلي بأدواته الثلاث "التفسير و النقد والاستنباط" الذي يقوم على تجميع البيانات والمعلومات المرتبطة بالصكوك والأسواق المالية.

خطة الدراسة:

المبحث الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

المطلب الأول : مفهوم الاسواق المالية

المطلب الثاني : مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث :نشأة سوق الأوراق المالية وخصائصه

المطلب الرابع : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المطلب الخامس: طرق تداول الأوراق المالية في البورصة

المبحث الثاني: دور الصكوك في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية

المطلب الاول: مفهوم الصكوك الاسلامية ونشأتها

المطلب الثاني: أنواع الصكوك الاسلامية

المطلب الثالث: خصائص الصكوك الاسلامية وأهميتها الإقتصادية

المطلب الرابع: إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

المطلب الخامس: تطور التعامل بالصكوك الإسلامية وأثرها على أسواق الأوراق المالية

هَذَا الْجُهْدُ وَعَلَى اللَّهِ التُّكْلَانُ، وَمِنْهُ التَّوْفِيقُ وَالسَّدَادُ.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المبحث الأول

ماهية سوق الأوراق المالية

تمهيد:

يعد مفهوم الأسواق المالية مفهوماً واسعاً وشاملاً وتدرج تحته المصارف والمؤسسات المالية والبورصات وتبادل العملات و تصنيفات متعددة وكثيرة . وتعرف بأنها الآلية التي يتم فيها تداول الأصول المالية، أي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي لديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوفر لديها الأموال الكافية لاستثمار وتوظيف هذه الفرص¹.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

أولاً: مفهوم السوق لغةً

"السُّوق - بضم السين- معروفة , تذكر وتؤنث , مشتقة من سوق الناس بضائعهم , والجمع أسواق . وسمي السوق سوقاً لنفاق السلع فيه . والسوق الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع والسُّوق - بفتح السين - المهر, وقيل للمهر سوق لأن العرب كانوا إذا تزوجوا ساقوا الإبل والغنم مهراً , لأنها كانت الغالب على أموالهم"².

"السوق الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والإبتياح (تؤنث وتذكر)"
وفي الإقتصاد: السوق الرسمية : (البُرصة)³

ثانياً: مفهوم السوق في الاصطلاح الإقتصادي

يختلف مفهوم الإقتصاد في الاصطلاح الإقتصادي عنه في الاستعمال الشائع فإذا كانت كلمة السوق تطلق - في المفهوم الشائع - على المكان المعروف الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة , فإنها تستعمل في الاصطلاح الإقتصادي المعاصر في معنى أوسع إذ

¹ أحمد حسين بتال، "محاضرات في الأسواق المالية"، نسخة الكترونية، (كلية المعارف الجامعية)، 2004م، ص 2.

² أحمد الشرباصي، المعجم الإقتصادي الإسلامي، 1981، دار الجيل، صفحة 231.

³ المعجم الوسيط، مجمع اللغة العربية، ط1، صفحة 464، 1960، القاهرة.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر، الرياض، ط 2005، صفحة 28.

يكفي مجرد وجود تعامل بين البائع والمشتري على سلعة أو خدمة معينة سواء تم هذا التعامل بالالتقاء المباشر أو بأي وسيلة من وسائل الإتصال.¹

ومن تعبيرات بعض الإقتصاديين للسوق: "السوق هو وسيلة تجمع بين الباعين والمشتريين بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر"²

"السوق هي مجموع الباعين والمشتريين لسلعة معينة أو لعناصر الإنتاج في فترة زمنية معينة ومنطقة معينة وعلى اتصال وثيق بينهم"³

ثالثاً: تعريف المال لغةً

"المال معروف: ما ملكته من جميع الأشياء"⁴.

"قال ابن الاثير: المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ثم أطلق على كل ما يُقتنى ويملك من الأعيان , وأكثر- ما يطلق عند العرب على الإبل , لأنها كانت أكثر أموالهم , والجمع أموال , والمال هو الذهب والفضة فيكون بمعنى النقد , وقيل : إن لم يبلغ نصاب الزكاة لا يسمى مالاً"⁵

رابعاً: تعريف المال اصطلاحاً

"كل ما يملك وينتفع به , وتحوي كلمة مال مفهوم الملكية, كما تعني الكلمة ميل الطبع إلى ما ينتفع به " , وعرف أيضاً "أنه يمكن حيازته وإحرازه والانتفاع به والتصرف فيه تصرفاً يستقل فيه المالك"⁶

أما عند أهل الإقتصاد يطلق على "كل ما يُنتفع به على وجه من وجوه النفع, كما يعد كل ما يُقوم بثمن مالاً, أياً كان نوعه أو قيمته , فكل شيء يمكن أن يُعرض في السوق, وله قيمة فهو مال"⁷

خامساً: تعريف الأسواق المالية اصطلاحاً

¹ سعيد توفيق عبيد, الاستثمار في الأوراق المالية, 1999, مكتبة جامعة عين شمس, صفحة 67.
² علي حافظ منصور, محمد عبدالمنعم عفر , مبادئ الاقتصاد الجزئي, صفحة 200.
³ ابن منظور, أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم (1994م), لسان العرب مادة مول 11/635.
⁴ أحمد الشرايصي, مرجع سابق, صفحة 448 .
⁵ غزال محمد, (2013), دور الصكوك الإسلامية في تفعيل دور سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية", رسالة ماجستير, جامعة فرحات عباس, الجزائر. والذي أخذ عن محمود محمد حمودة, الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام, ط2, الورق للنشر والتوزيع, 2009, الأردن, صفحة 13.
⁶ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان, مرجع سابق, صفحة 33, والذي أخذ عن د. شوقي عبده الساهي, المال وطرق استثماره في الإسلام, جامعة كاليفورنيا, 1981, صفحة 23.

يفضل قبل تعريف السوق المالي توضيح بعض الأمور التي تساعد في فهم حقيقتها وطبيعة التعامل فيها , أولاً موضوع المبادلة في هذه السوق هو (المال) , وبه توصف فيقال (السوق المالية) , والمال في اصطلاح المختصين في شؤون الأسواق المالية يقصد به المال في صورته النقدية , فالبتالي لا تدخل أسواق السلع مثل البترول والذهب والمحاصيل الزراعية في مفهوم السوق المالي , كما لا تدخل فيه أسواق العملات ؛ لأنه وإن كانت النقود هي محل التعامل في هذه الأسواق الى أنه يتعامل بها باعتبارها سلعة تباع وتشترى وذلك بقصد الربح من خلال فروق الأسعار.¹

وتعرف السوق المالية بأنها " عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال , وقد تكون موجودة في موقع مادي أو تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أن وجودها يكون افتراضي ".²

وتعرف أيضاً "التنظيم أو الجهاز المسؤول عن التقاء المدخرين (الوحدات ذات الفائض المالي) بالمستثمرين (الوحدات ذات العجز المالي)³

وترى الباحثة بأن الأسواق المالية تعني :

الآلية التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل بين البائع (وحدات العجز) والمشتري (وحدات الفائض) .

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية

تتفرع الأسواق المالية من حيث نوع الأدوات المالية المتداولة إلى جزئين رئيسيين:

¹ د.مبارك بن سليمان آل فواز , الأسواق المالية من منظور إسلامي , ط1, مركز النشر العلمي ,جدة, 2010م, صفحة 3.
² Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson, Analysis of financial statement, Op Cit.
³ د.مبارك بن سليمان آل سليمان , مرجع سابق, صفحة 35, والذي أخذ عن د.نادية أبو فحرة مكاي, اتجاه معاصر ف إدارة المنشآت والأسواق المالية , صفحة 15.

أولاً: سوق رأس المال

وهي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة كالأسهم والسندات وسميت بسوق رأس المال ؛ لأنها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات كونها تهدف إلى تشجيع الاستثمار- الرأسمالي وتقدم لهم تمويل طويل الأجل لمشاريع تحتاج لفترة طويلة.¹ وتقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق² :

أ) الأسواق الحاضرة أو الفورية

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها باستخدام أدوات مالية أصلية ويتم التنفيذ بالحال في نفس الوقت.

ب) الأسواق الآجلة

وهي الأسواق التي يتم فيها بيع وشراء أدوات مالية يحدد سعرها عند التعاقد ويتم التسليم في المستقبل.

وهي وتقسم إلى:

- 1) أسواق الخيارات: وهي الأسواق التي يتم فيها تبادل عقود الخيارات, وهي العقود التي تعطي لصاحبها أي مشتري الخيار الحق في البيع أو الشراء في تاريخ محدد وهي غير ملزمة له وبالتالي يحق له التنفيذ أو عدم التنفيذ في تاريخ الإستحقاق, لكنها ملزمة لبائع الخيار.³
- 2) أسواق المستقبلات: هي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على بيع أو شراء عند سعر معين ووقت معين وهي عقود ملزمة للطرفين.⁴
- 3) أسواق المبادلات: ويتم فيها مبادلة تدفق نقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر ضمن شروط يتفق عليها عند التعاقد.⁵

ثانياً: سوق النقد

وهي السوق التي يتعامل فيها بالقروض قصيرة الأجل أي التي لا يتجاوز أجل استحقاقها عن سنة, وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر أو من خلال الأوراق المالية التي تتميز

¹ د مبارك بن سليمان آل فواز, مرجع سابق, صفحة 7-8.

² درسمية أحمد أبو موسى, الأسواق المالية والصيرفة, دار المعنن للنشر والتوزيع, 2005, صفحة 21.

³ يوسف طرافي (2015), دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009-

2014), رسالة ماجستير, جامعة محمد بوضياف-المسيلة, سطيف, الجزائر, صفحة 23.

⁴ يوسف طرافي, مرجع سابق, صفحة 23.

⁵ يوسف طرافي, مرجع سابق, صفحة 23.

بسيولتها العالية , وسميت بسوق النقد لأنها تتميز بسيولتها العالية بحيث يمكن تحويل الأصول المالية إلى نقود من خلال مدة قصيرة وبأقل الخسائر¹.

وعرفت بأنها "الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت"²

ويتعامل في سوق النقد مجموعتين من المتعاملين³

المجموعة الاولى: العارضون للأموال وهم الأشخاص المقرضون كالشركات والأفراد الذين يرغبون في استثمار الفائض من أموالهم فيقومون بشراء أوراق مالية قصيرة الأجل والإستفادة من الربح العائد .

المجموعة الثانية: الطالبون للأموال وهم المقترضون الذين يعانون من عجز مؤقت , كالحكومة والمؤسسات والبنوك التجارية والأفراد الذين يحتاجون إلى سيولة نقدية , فيقومون ببيع ما يملكون من أوراق مالية قصيرة الأجل أو إصدار أدوات مالية جديدة.

أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول:

أولاً: السوق الأولية

وهي السوق التي يتم فيها عرض الأموال والطلب عليها لأول مرة ؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال , بحيث تقوم الشركات الجديدة بطرح أسماها على شكل أسهم أو أي شكل من الأوراق المالية وتسمى الطرف المصدر ليقوم الأفراد أو الشركات المساهمة أو المقترضة بالإكتتاب فيها وهم الطرف المشتري؛ بحيث تكون العلاقة مباشرة بين المصدر والمكاتب , ويطلق عليها سوق الإصدار.⁴

ثانياً: السوق الثانوية

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بحيث يتم إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها , بحيث يستطيع المقرضون والمقترضون من حملة الأسهم والسندات بيع أو شراء

¹ د.مبارك بن سليمان آل سليمان, مرجع سابق,صفحة 63 د.مبارك بن سليمان آل فواز,مرجع سابق,صفحة 7-8.

² هدى محمد رشوان, مقدمة في الاسواق المالية , صفحة 46.

³ د.مبارك بن سليمان آل سليمان, واخذ عن:نادية أبو فخره مكاوي, اتجاه معاصر في ادارة المنشآت والاسواق المالية,صفحة 21-23/
د.عبد المنعم احمد التهامي,مقدمة في المنشآت والاسواق المالية,صفحة 27.د.محمد البنا, أسواق النقد والمال,صفحة 101-103.

⁴ مبارك بن سليمان آل سليمان, مرجع سابق , صفحة 68

الأوراق المالية التي قاموا بشرائها أو بيعها في السوق الأولية . كما أن المتعاملون في السوق الثانوية تكون غايتهم الإستفادة من الربح من خلال فروق الأسعار؛ فمثلاً يقوم المتعامل بشراء ورقة مالية معينة بسعر ما ويحتفظ بها حتى يرتفع سعرها ليبيعه ويستفيد من فرق السعر¹. وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

أ) السوق المنظمة (البورصة)

وهي السوق التي تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لتبادل الأوراق المالية ويتصف بوجود هيكل تنظيمي محدد واجراءات معينة تحكم عملية التبادل, كما يطلق عليها أيضاً سوق المزاد والسوق الرسمية.

ب) السوق غير المنظمة (سوق التداول خارج البورصة)

وهي السوق التي تتميز بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل إذ إن هذه الأسواق ليس لها كيان مادي معلوم تجري فيه المعاملات ، أي انها اسلوب لأداء الصفقة المتمثل بإجراءات عرفية غير نمطية خارج إطار السوق المنظمة, من خلال أجهزة الاتصال السريعة بشكل غير مباشر- التي تجمع ما بين المستثمرين والتجار- المنتشرين داخل دولة ما ، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر- إن يختار تداول الاوراق المالية غير المسجلة في البورصة ، ويتم تحديد الأسعار- بالتفاوض . كما يطلق عليها السوق الموازية, والسوق غير الرسمية.

وتعتبر السوق المنظمة والسوق غير المنظمة من أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول .

الفرع الثالث: وظيفة الأسواق المالية

¹ د.سمير عبد الحميد رضوان, أسواق الأوراق المالية, مكتبة المعهد للنشر, ط1, القاهرة, 1996, صفحة 44-45.

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في أنها تعمل كوسيط مالي يجمع ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز المال, بحيث تصدر- الجهات المحتاجة الى المال أدوات مالية كالأسهم والسندات وتبيعها إلى الجهات ذات الفائض المالي وبذلك تحصل على احتياجاتها المالية.¹

وجاء في كتاب مقدمة في الأسواق المالية " الوظيفة الأساسية لسوق المال: تحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين".²

وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقتين من طرق التمويل:³

(أ) التمويل المباشر

وهو أن تحصل الوحدات العجز المالي على احتياجاتها المالية بشكل مباشر من وحدات الفائض المالي إما عن طريق الاقتراض منهم مباشرة أو بإصدار- أوراق مالية كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة.

(ب) التمويل غير المباشر

وهو بأن تحصل الوحدات العجز المالي على احتياجاتها المالية من وحدات الفائض المالي بشكل غير مباشر عن طريق مؤسسات وساطة مالية مثل البنوك التجارية, وشركات التأمين وغيرها. بحيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض المالي من خلال الودائع لأجل, والودائع الجارية, وودائع التوفير-, أو من خلال أن تصدر- هذه المؤسسات أوراق مالية ثم تقوم بمنح ما تحصل عليه من مقابل هذه الأدوات كقروض لوحدات العجز المالي, أو شراء ما تصدره هذه الوحدات من أوراق.⁴

المطلب الثاني: مفاهيم عامة عن سوق الأوراق المالية

¹ مبارك بن سليمان آل سليمان, مرجع سابق, صفحة 41.
² د. هدى محمد رشوان, مقدمة في الأسواق المالية, صفحة 8.
³ مبارك بن سليمان آل سليمان, مرجع سابق, صفحة 42-43.
⁴ د. سمير عبد الحميد رضوان, مرجع سابق, صفحة 39.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

قبل تعريف سوق الأوراق المالية لابد من بيان بعض المصطلحات كالسوق والمال والأوراق, أما مصطلحي السوق والمال فقد تم تعريفها في المطلب السابق . أما الأوراق فتعرف:

أولاً: تعريف الأوراق لغةً

الورق: " الورق عند العرب: المال , والمال :الإبل والغنم . وقيل: هي الدراهم المضروبة , والجمع: أوراق و ورق " .¹

ثانياً: تعريف الأوراق اصطلاحاً

الورقة في الاصطلاح الإقتصادي "كمبيالة , سفتجة , أو كل سند يشكل ركيزة لدين أو لحق بملكية يمكن أن يكون محل تداول واسع في أسواق رؤوس الأموال, والأوراق التي تمثل الملكية هي الأسهم , والتي تمثل الدين هي السندات " .²

ثالثاً: تعريف سوق الأوراق المالية اصطلاحاً

سوق الأوراق المالية (البورصة) مصطلح يطلق على المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الإستثمارية (بنوك الإستثمار, الوسطاء, السماسرة) الذين يقومون بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق .³

تعريف آخر: وهو عبارة عن نظام يجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو الأصول المالية , بحيث يقوم الأطراف بعمليات البيع والشراء إما مباشرة أو عن طريق مؤسسات استثمارية .⁴

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

¹ أحمد الشرباصي, مرجع سابق, صفحة 476.

² شعبان محمد إسلام البراوري, بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي, دار الفكر المعاصر, 2002, صفحة 28.

³ Badger.E.ralph ,Torgerson.W.harold,Guthmann.G.hary,Investment principles & practices,6th

addition,1969,page:53.

⁴ د.شريط صلاح الدين, أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية , دار حميثرا للنشر, صفحة 29

(1) إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية: حيث أن المتعامل في سوق الأوراق المالية يمكن أن يستبدل أوراقه المالية من أسهم وسندات إلى نقود أو العكس في أي وقت شاء حيث أنه لا يقدم على شراء أوراق مالية إلا أنه يعلم أنه يمكن في أي وقت استبدالها واستعادة قيمتها عند الحاجة.¹

(2) تشجيع الإدخار وتسهيل عملية الإستثمار: في بعض الأوقات يتوفر لدى الأفراد والشركات فائض مالي , فيتيح لهم سوق الأوراق المالية فرصاً لاستثمار هذا الفائض وبالتالي يلجأ هؤلاء الى سوق الأوراق المالية لشراء الأسهم والسندات واستثمار أموالهم فيها , كما أنها توفر طرقاً لإدخار هذه الاستثمارات الأكثر كفاءة بحيث تولد عائد للمستثمر نفسه والإقتصاد بشكل عام ,² وبالتالي فإن ذلك يساعد في الحد من معدلات التضخم في الهيكل الإقتصادي.

(3) أداة تحذير وتنبيه للمخاطر المحتملة: يعتبر سوق الأوراق المالية أداة تحوطية من المخاطر المحتملة , وذلك لما توفره هذه الأسواق من معلومات وبيانات التي تمكن المستثمر من بناء توقعات حول أسعار الأسهم أو السندات المستقبلية والتي من خلالها يتوجه إلى المشروعات التي تحقق عائد مرتفع نتيجة ارتفاع أسهمها ويتجنب المشروعات والاستثمارات الأخرى.³

(4) أداة ومؤشر للحالة الإقتصادية: تساعد أسواق الأوراق المالية في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ , فهي تعتبر المركز الرئيسي الذي يتم فيه تجميع جميع التحركات التي تحدث في الكيان الإقتصادي وتسجيلها⁴ , كما أنها توفر مؤشراً يومي عن ظروف الاستثمار واتجاهات الأسعار وهذا المؤشر يعكس قوة أو ضعف الإقتصاد الوطني بشكل عام والقطاعات الإقتصادية بشكل خاص.⁵

(5) المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية

¹ يوسف طرافي, مرجع سابق, والذي أخذ عن عيجولي, خالد, (2006), وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية, رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ونقود, جامعة الجزائر, الجزائر, صفحة 17.

² يوسف طرافي, مرجع سابق, والذي أخذ عن نظير رياض محمد الشحات, إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات, بدون دار نشر, 2007, صفحة 115.

³ يوسف طرافي, مرجع سابق, صفحة 27.

⁴ يوسف طرافي, مرجع سابق, ص 27, والذي أخذ عن عيجولي, خالد, (2006), مرجع سابق, صفحة 18.

⁵ غزال, محمد, مرجع سابق, ص 27, والذي أخذ عن سمير عبد الحميد رضوان, أسواق الأوراق المالية, صفحة 34.

تقوم أسواق الأوراق المالية بدعم مشاريع التنمية الإجتماعية والإقتصادية التي ستقوم الحكومة بإنشاءها بتوفير الأموال التي تحتاجها لإقامة هذه المشاريع عن طريق طرح الحكومة لأوراق مالية (سندات حكومية) في الأسواق , الأمر الذي يزيد من كفاءتها وانتاجيتها ¹.

الفرع الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

ينقسم المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى أطراف عديدة ومنهم متعاملون بشكل مباشر ومنهم بشكل غير مباشر

أولاً: شركات الوساطة وتنقسم إلى :

- (1) شركات الترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية : وهي تعتبر فريق من شركة الوساطة , عملها يقتصر على السوق الأولية وتقوم بعدة مهام منها اختيار توقيت الإصدار وتحديد أسعار الأوراق المالية وتحديد مدة السند ونسبة الفائدة عليه , بالإضافة إلى المساهمة في توفير رؤوس أموال للأسهم المطروحة للإكتتاب ².
- (2) السماسرة : السمسار هو وسيط في سوق الأوراق المالية، يمتلك مؤهلات ومواصفات معينة تؤهله بالتصرف باسم عملائه , فهو يتلقى الأوامر منهم سواء بيع أو شراء ويقوم بتنفيذها نيابة مقابل الحصول على عمولة وغالباً ما تكون نسبة مئوية من قيمة الصفقة التي يتمها. ³
- (3) الوسطاء: الوسيط هو أداة اتصال بين العميل والسمسار الخاص به , ويحصل على جزء من عمولة السمسار وهو مسؤول عن كل العقود والعمليات التي يبرمها ولا يجب أن يعمل إلا باسم السمسار- الذي يعمل لصالحه. ⁴
- (4) المندوب الرئيسي: يساعد السمسار- في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله , فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا باسم السمسار الذي أوكله و لحسابه و تحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، و أن لا يعمل لحسابه الخاص. ⁵

ثانياً: شركات الاستثمار وتنقسم كذلك إلى قسمين :

¹ يوسف , طرافي, مرجع سابق , صفحة 27, بتصرف
² دعاء عماد مشهور, كتاب المالك المسجل و المالك المستفيد , 2006, ط1, صفحة 13.
³ شعبان محمد إسلام البراوري, مرجع سابق, صفحة 55, بتصرف
⁴ المرجع السابق بتصرف
⁵ المرجع السابق بتصرف.

(1) صناديق الإستثمار

وهي عبارة عن نظام أو مشروع تطبقه شركة معينة بهدف تجميع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين من قطاعات مختلفة , واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات والصكوك وغيرها , مقابل حصول المستثمرين على فوائد من تلك الأصول وبالتالي تساهم في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية.¹

(2) شركات تكوين المحافظ المالية

وهي شركات تقوم بعمل محفظة استثمارية خاصة بكل عميل .

ثالثاً: صناع السوق: ويمكن للوسيط أن يقوم بدوره , بقيامه كذلك ببيع وشراء أوراق مالية, ويحق له أن يعمل لصالح العملاء أو لصالح نفسه. كما له أهمية كبيرة من ناحية تحقيق توازن في البورصة فهو مشتري عندما يكون السمسار- بائع والعكس, مما يحقق توازن في العرض والطلب.²

رابعاً: العملاء , وهم عدة أقسام:

(1) الأفراد

تدخل الأفراد يكون بشراء الأوراق المالية المطروحة من طرف الشركات أو الدولة و بالتالي تقديم القروض و توفير السيولة من جهة و الحصول على عائد معقول من جهة أخرى .

(2) البنوك والأفراد

تدخل البنوك في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتب فيها، و كذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة. وتدخل الشركات يكونه بطرح الأسهم أو السندات للإكتتاب فيها، و هو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطاتها.

(3) الدولة

¹ شريط،صلاح الدين,(2012), "دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية مصر", أطروحة دكتوراه,جامعة الجزائر, الجزائر, صفحة 165, يتصرف .
² شعبان البراوري,مرجع سابق,صفحة 59, يتصرف .

تتدخل الدولة في البورصة باعتبارها السلطة العليا في البلاد للإشراف على سير العمل فيها، كما يمكنها أيضا القيام بطرح سندات لتوفير السيولة اللازمة، و بالتالي معالجة مختلف أنواع العجز كعجز الميزانية أو العجز التجاري.

المطلب الثالث: نشأة سوق الأوراق المالية وخصائصه

الفرع الأول: تاريخ نشأة سوق الأوراق المالية

كانت المجتمعات البشرية تتعامل في الأسواق منذ القدم , حيث بدأ أول تعامل تجاري عن طريق الالتقاء فيما بينهم في مكان واحد عرف بالسوق العامة وكان يتم التعامل فيها عن طريق تبادل السلع (البضائع, المعادن, الحيوانات) بالمقايضة والنقود المعدنية , وهذا يتم بشكل مباشر من خلال الالتقاء والإتصال المباشر, وبعد تطور وسائل الإتصال أصبح التداول يتم بشكل غير مباشر بواسطة هذه الوسائل , أو بالاستعانة بالسماصرة والوسطاء. وبهذا تطور مفهوم السوق ليشمل تداول كل السلع سواء تم التبادل بشكل مباشر أو غير مباشر.¹ ونظراً لكبر حجم الإنتاج وزيادته أصبح هناك أسواق متخصصة لكل سلعة , مثل أسواق السلع المعمرة وأسواق الذهب وأسواق المواد الغذائية , وبعد ذلك ظهرت الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية (البورصة).²

ونشأة البورصة ترجع إلى القرن الثالث عشر الميلادي من فندق في مدينة بروج (Brugge) البلجيكية الذي يعتبر مرغوباً عند الإيطاليين بعدما بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إليه , فأصبح مقراً ومهبطاً للتجار ورجال الأعمال , كما يقال أن معنى كلمة بورصة (Bourse) جاء نسبة لاسم مدينة بروج (Brugge).³ وفي معنى آخر لكلمة بورصة فهو نسبة للعائلة البلجيكية Van Der Burse المالكة للفندق والتي كانت تعمل في المجال البنكي , حيث أصبح هذا الفندق رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة السلع.⁴ وكان نشر ما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1530 بمدينة أنفرز (Anvers) في امستردام وهذه كانت أول بورصة أنشئت , ومن ثم تتابع إنشاء البورصات في كل من أمريكا والدول الأوروبية حتى وصل إلى الدول العربية وأولها مصر حيث أنشئت بورصة

¹ مبارك بن سليمان آل سليمان, مرجع سابق, صفحة 53. يتصرف

² الأسواق المالية, د. حسني علي خريوش, د. عبدالمعطي رضا أرشيد, د. محفوظ أحمد جودة, صفحة 9, يتصرف.

³ شعبان محمد إسلام البراوري, مرجع سابق, صفحة 32, يتصرف

⁴ غزال , محمد, مرجع سابق, صفحة 16, يتصرف

الإسكندرية في عام 1883, وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والعقود التجارية تختلط فيما بينها بنشاط واحد دون التفريق بينها , ألى أن تم تقسيم البورصة إلى نوعين أحدهما يختص بتداول الأسهم والسندات , والأخرى للتعامل في المنتجات الزراعية والصناعية.¹

وتطورت فكرة سوق الأوراق المالية ومرت بمراحل عديدة منذ نشأتها حتى وصلت إلى الشكل الذي هي عليه الآن :

(1) مرحلة إنشاء أسواق للبضائع (بورصة البضائع)

نظراً لتطور البشرية والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وكبر حجم الإنتاج وزيادة المصانع والسلع الغذائية بشكل كبير جداً , فكان لابد من وجود سوق عالمي للتجارة وتداول هذه السلع , وظهر نوع جديد من المتعاملين سموا بالمضاربين ليتملوا خطر تقلبات الأسعار كما أنشأ تجار الجملة المخازن للبضائع , كما شاركت البنوك حينئذ في هذه المرحلة بمساعدتها للتجار , فانتشرت البورصات المتخصصة بتداول البضائع والمحاصيل , وكانت أول بورصة في باريس عام 1304.²

(2) مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

والتي ترجع إلى القرن الثالث عشر في فرنسا , حيث كان يجري التداول الكمبيالات والسندات الإذنية , الأمر الذي جعل من إنشاء أسواق مالية لتداول الأسهم والسندات فيما بعد أمراً سهلاً , كما تعتبر الفترة التي وجد فيها مهنة سماسرة الصرف لتنظيم عملية التداول.³

(3) مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

في المرحلة الأولى في سوق البضائع بعدما أنهى المتعاملون بالأوراق المالية عملهم منه خرجوا بحثاً عن مكان أو سوق آخر فكان مكانهم المقاهي وقارعة الطريق.

(4) مرحلة استقلال سوق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

بعد التطور الإقتصادي و الصناعي الكبير الذي شهدته هذه الفترة وزيادة حجم المشروعات والإستثمارات الضخمة التي لا يستطيع المستثمر وحده القيام بالأعمال المالية فيها , كان لابد من وجود سوق مستقل للأوراق المالية خاصة وأنه قد انتشر تداول الأوراق التجارية بين الناس بالإضافة إلى زيادة دخولهم , فأصبح من الضروري قيام سوق أوراق مالية

¹ د.مصطفى يوسف كافي, بورصة الأوراق المالية , دار رسلان للنشر والتوزيع, دمشق, سوريا, ط1, 2009, صفحة 12.
² شعبان محمد إسلام البراوي, مرجع سابق ص32, والذي أخذ عن سليمان: رأي التشريع في مسائل البورصة, الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية.
³ البراوي, مرجع سابق, ص32/ د.محمد صالح جابر, الاستثمار- بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية, ص66.

مستقل بنظامه وأسلوبه, ومن أشهر البورصات المستقلة بورصة لندن وطوكيو ونيويورك¹

الفرع الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى:²

أولاً: سوق الأوراق المالية تعتبر أكثر تنظيمًا من الأسواق المالية الأخرى نظراً لوجود متعاملين ووسطاء متخصصين في هذا المجال , بالإضافة للقوانين والأنظمة التي تحكمها بشكل خاص وقيود لتداول الأوراق المالية في السوق , ففي معظم البلدان التي تتعامل بالأسواق المالية يجب توافر إدارة مستقلة مسؤولة عن إدارة العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفير المعلومات والبيانات للمتعاملين بحيث يكون باستطاعتهم الحصول على معلومات حول أسعار البيع والشراء في وقتها وبدقة تامة.

ثانياً: توفير السيولة ؛ لأن من متطلباته وجود سوق ثانوية لتداول الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل , وهذا بدوره يحد من حصول تغير كبير ومفاجئ في سعر السهم بين معاملة وأخرى بل يتم توفير مناخ ملائم يضمن المنافسة التامة بين المتعاملين حتى تتحدد أسعار عادلة بناءً على العرض والطلب .

ثالثاً: التداول في سوق الأوراق المالية يتم من خلال السماسرة والوسطاء من ذوي الخبرة والكفاءة الكافية في الشؤون المالية.

رابعاً: تتميز هذه الأسواق بمرونتها العالية جداً وذلك بقدرتها على مواكبة كل التطورات التكنولوجية والاتصالات , بالإضافة لقدرتها على الإستجابة السريعة للمعلومات المتعلقة بالعرض والطلب على الأصول و تعديل الأسعار وفقها .

خامساً: سوق الأوراق المالية يرتبط بالأدوات المالية طويلة الأجل , كما يهتم بالمشروعات الإنتاجية التي يكون سداد الأموال فيها طويل الأمد , بالإضافة الى أن الإستثمار في هذه الأسواق يحقق عائد مرتفع مما يشجع الأفراد على الإستثمار فيها بغض النظر عن المخاطرة المترتبة عليها , والتي تعتبر نسبتها أعلى في تلك الإستثمارات منه في الاستثمار في السوق

¹ البراوري, مرجع سابق, صفحة 34.

² غزال, محمد, مرجع سابق, ص 27-28, والذي أخذ عن رشيد بوكساني, معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها, رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر , 2006, غير منشورة, ص10.

النقدي نظراً لما تتعرض له من مخاطر سوقية كمخاطر سعر الصرف, ومخاطر-تنظيمية مختلفة بالإضافة الى مخاطر- تقلبات الأسعار.¹

المطلب الرابع : الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: الأدوات المالية التقليدية

أولاً: مفهوم الأسهم وأنواعها وخصائصها

أ) تعريف السهم في اللغة والإصطلاح

- السهم لغةً: " السهم: الحظ والنصيب , وجمعه: أسهم وسهمان, وسهام وسهمه"².
"والسهمه: النصيب, ويقال أسهم الرجلان إذا اقتترعا وذلك في السهمه"³
- السهم اصطلاحاً: عرف السهم في الإقتصاد والقانون التجاري بعدة تعريفات منها:
التعريف الأول: " الصك المثبت لحق الشريك في الشركة " ⁴.
التعريف الثاني: " السهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية , وتمثل المشاركة في رأس مال إحدى الشركات , ويمثل حصة الشريك في الشركة التي يساهم فيها سواء أكانت حصة نقدية أو عينية⁵
- التعريف الثالث: "الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين, والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة , وبالتالي فإن كل من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه جميعها مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون "⁶.

¹ طاهر حيدر حردان, مبادئ الإستثمار, دار المستقبل للنشر والتوزيع , عمان , الأردن, 2002, صفحة 56.

² أحمد الشرباصي, مرجع سابق, صفحة 261.

³ ابن منظور, لسان العرب المحيط, دار الجبل, بيروت, 1988, صفحة 229.

⁴ مبارك بن سليمان آل فواز, مرجع سابق, صفحة 11.

⁵ مصطفى رشدي شيحة, زينب حسن عوض الله, الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية, المطبعة الحديثة, القاهرة, 1993, صفحة 169.

⁶ بوكساني, رشيد, معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها, رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية, جامعة الجزائر , 2006, غير منشورة, ص54.

(ب) أنواع الأسهم وخصائصها

- تقسيم الأسهم حسب الشكل القانوني

(1) **أسهم اسمية:** وهي الأسهم التي تسجل عليها اسم صاحبها وتثبت ملكيتها له وتبين حصته في الشركة , ويتم تداولها ونقل ملكيتها لمشتريها بتقييد اسم المشتري عليها.¹

(2) **أسهم لحاملها:** " وهي الأسهم التي يكتب عليها (لحاملها) فقط, دون تسجيل الاسم ويعتبر- حامل الورقة هو المالك بنظر الشركة وتداوله بطريقة الحيازة الفعلية"².

- تقسيم الأسهم حسب الحصة المدفوعة من المساهم

(1) **الأسهم النقدية:** وهي الأسهم التي يتم امتلاكها مقابل دفع قيمتها نقداً , سواء بعملة نقدية أو شيك أو ورقة تجارية قابلة للتداول بها.³

(2) **الأسهم العينية:** وهي التي تمثل حصة عينية في الشركة المساهم فيها كالمساهمة في الاستثمارات المادية والمخزونات وبراءات الاختراع , ولا يتم امتلاكها إلا بعد دفع مقابلها كاملاً والذي يتمثل بعقار أو أي استثمار- عيني.⁴

(3) **الأسهم المختلطة:** وهي الأسهم التي تمثل جزء من قيمتها نقداً والجزء الآخر عيناً.⁵

- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

(1) **الأسهم العادية:** وهي ورقة مالية التي تصدر عن الشركة بقيمة اسمية معينة تضمن حقوق وواجبات مالكيها , يتم طرحها وإصدارها في السوق الأولية وتداوله في السوق الثانوية , وفي حالة التصفية فإن قيمة هذه الأسهم هي آخر ما يتم تسديده بعد السندات والأسهم الممتازة⁶. بالإضافة إلى أنها تعطي لحاملها حقوقاً عدة مثل حضور اجتماعات مجلس الإدارة وإمكانية التصويت على قراراتهم, حق الانتخاب, حق الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة, حق الأولية في الإكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة وغيرها.⁷

¹ غزال, محمد, مرجع سابق, صفحة 36.

² البراوري, مرجع سابق, صفحة 90.

³ غزال, محمد, مرجع سابق, صفحة 37.

⁴ بوكساني, رشيد, مرجع سابق, صفحة 57.

⁵ بوكساني, رشيد, مرجع سابق, صفحة 57.

⁶ هوشيار, معروف, الإستثمار والأسواق المالية, دار الصفاء للنشر والتوزيع, عمان, الأردن, 2003, صفحة 92.

⁷ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان, مرجع سابق, صفحة 119-120.

- (2) **الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي يتمتع حامتها بأولوية الحصول على الأرباح بنسبة معينة وتعتبر ثابتة نسبياً وفي أولوية استرداد كامل قيمة السهم عند التصفية بعكس حملة الأسهم العادية.¹
- **تقسيم الأسهم حسب اعتبار المنح أو عدمه²**
- (1) **أسهم منح (مجانية):** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حال زيادة رأس مال الشركة لترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الإحتياطي لرأس المال الأصلي وتوزع حسب مقدار الأسهم.
- (2) **أسهم غير مجانية:** وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها، فهذا مما لا غبار عليه شرعاً.

ثانياً: مفهوم السندات وخصائصها

أ) تعريف السندات في اللغة والإصطلاح

- **السندات لغةً:** "جمع سند وهو بمعنى الإعتماد والركون إليه, وكل شئ أسندت إليه شيئاً فهو مسند, والسند ما ارتفع من الأرض في قبل الجبل أو الوادي وعلا من السفح".³
- **السندات اصطلاحاً:** "التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (مصدر- السند) تقديم مدفوعات إلى المقترض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات حتى تسديد القرض".⁴
- **تعريف الباحثة:** السند ورقة مالية تمثل دين أو قرض طويل الأجل على الشركة بحيث يتم سداد قيمة الدين بالإضافة إلى نسبة فائدة سنوية خلال مدة القرض وعادة ما تكون ثابتة .

ب) أنواع السندات

- أنواع السندات باعتبار مصدرها
- (1) **السندات الحكومية (القطاع العام)**

¹ غزال, محمد, مرجع سابق, ص 37.

² البراوري, مرجع سابق, صفحة 96.

³ ابن منظور, مرجع سابق, ص 212.

⁴ هوشيار, معروف, مرجع سابق, صفحة 109.

وهي السندات التي تصدرها الحكومة عن طريق البنك المركزي , متساوية في القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة, لمواجهة العجز في الميزانية أو تستعملها كأداة للسياسة النقدية لامتناع السيولة لمواجهة التضخم.¹

(2) سندات الشركات والمنظمات (القطاع الخاص)

وهي السندات التي تصدرها المؤسسات و الشركات المساهمة التابعة للقطاع الخاص بغرض تمويل مشاريعها , بدلاً من إصدار أسهم جديدة وزيادة عدد الشركاء في الشركة وبالتالي توزيع الربح على عدد أكبر , وتتميز هذه السندات عن السندات الحكومية بكونها ذات معدل فائدة أكبر لكنها أكثر مخاطرة منها.²

- تقسيم السندات حسب شكل الإصدار³

(1) **سندات اسمية:** وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها (الدائن) وتنتقل بطريق التسجيل , ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل بأصل الدين وفائدته أو مسجلة جزئياً بأصل الدين فقط, ويحصل عليها عن طريق الكوبونات⁴ التي تنزع منها وتحصل فائدتها من البنك.

(2) **سندات لحاملها:** وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريق الإستلام , ويحصل حامله على الفائدة بمجرد نزع الكوبون وتسليمه للبنك واستلام القيمة الاسمية له عند حلول أجل الإستحقاق.

- تقسيم السندات من حيث الأجل⁵

(1) **سندات قصيرة الأجل:** "وهي السندات التي تقل مدتها عن سنة ويتم التعامل بها في السوق النقدية" وتتميز بمخاطرة منخفضة وعائد منخفض وسيولة عالية .

(2) **سندات متوسطة الأجل:** "وهي السندات التي تتراوح مدتها بين ثلاث إلى خمس سنوات " لها فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل وخطورة متوسطة.

(3) **سندات طويلة الأجل:** "وهي السندات التي تزداد مدتها عن عشرين سنة وتتميز بمخاطرتها العالية وعائدها المرتفع وسيولة منخفضة.

(ج) خصائص السندات⁶

¹ غزال محمد, مرجع سابق, صفحة 42.

² بوكساني, رشيد, مرجع سابق, صفحة 62/البرازيري, مرجع سابق, صفحة 135.

³ البرازيري, مرجع سابق, صفحة 137-138.

⁴ (الكوبون): الورقة التي تحمل قيمة السهم أو السند والتي تخول صاحبها في الحصول على فائدة سند معين./انظر: الموسوعة الإقتصادية, ص388.

⁵ غزال محمد, مرجع سابق, صفحة 43-44.

⁶ بوكساني, رشيد, مرجع سابق, صفحة 64, والذي أخذ عن سمير عبد الحميد رضوان, أدوات الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الإقتصادية , دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي, 1996, صفحة 291.

- يعتبر السند أداة دين فقط ولا تمثل ملكية في الشركة فلا يحق لحامله التدخل في شؤون وإدارة الشركة.
- لحاملي السندات الحق في الحصول على الفوائد سواء حققت الشركة أرباحاً أم لا , وفي حالة التصفية كذلك لهم الأولوية في تسديد حقوقهم قبل حاملي الأسهم.
- يصدر السند بأجل استحقاق محدد عند تاريخ حلوله تتراوح مدته غالباً بين سنة إلى 30 سنة , وهذه المدة يتم تحديدها مسبقاً عند الإصدار .
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيامها بتسديد قيمة الدين وما تبعه من فوائد.
- القابلية للتداول , فيحق لحامل السند تداوله في الأسواق الثانوية خاصة أنها تساهم في توفير السيولة اللازمة للسندات طويلة الأجل .
- تضيف السندات ميزة للشركة من الناحية الضريبية حيث أن الحكومة تقوم بخخص فوائد السندات من الضريبة باعتبارها تكاليف تتحملها المؤسسة .
- تتعرض السندات لمخاطر- إنتمانية عديدة خاصة فيما يتعلق بتقلبات سعر الفائدة , وبقابليتها للإستدعاء من قبل الجهة المصدرة لها عند انخفاض سعر الفائدة وإصدار- سندات جديدة ذات فوائد أعلى.

الفرع الثاني: الأدوات المالية الحديثة

أولاً: المشتقات المالية

الأدوات المالية المشتقة وهي التي يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى أي مشتقة من أدوات مالية أخرى يطلق عليها الأصل الأساسي ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات والعقود الآجلة

وعقود الخيارات والمبادلات وغيرها. والهدف الأساسي منها هم تبادل المخاطر بين الأطراف المتعاملين فيها بحيث تنقلها للطرف الأكثر جدارة وقدرة على تحملها.¹

(أ) المستقبليات

عبارة عن عقود نمطية يسهل تداولها في السوق، وهي اتفاق على بيع أو شراء كمية محددة من الأدوات المالية وبمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي. وهذا يشبه عقد السلم بالتالي فهو ليس عقد مستحدث²، أنواع العقود المستقبلية:

- العقود المستقبلية على السلع
- العقود المستقبلية على المالية
- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

(ب) العقود الآجلة

وهي عقود بين البائع والمشتري يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول المالية في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الإتفاق عليه في تاريخ التعاقد ويسمى سعر التنفيذ.³

(ج) عقود الخيارات

عقود تمثل ورقة مالية تعطي لصاحبها والذي يطلق عليه مشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه خلال فترة محددة ويطلق عليه الإختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويطلق

عليه الإختيار الأوروبي.⁴

(د) عقود المبادلات

¹ أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، دار الجامعية للنشر، 2003، ص212.
² العلونة، رانيا، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (حالة الأردن)، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الشريعة، الأردن، 2005.
³ د. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، 2008، السعودية ص.

عبارة عن عقد يلتزم بمقتضاه طرفان على مبادلة نوع معين من تدفقات معينة أو أصل معين مقابل تدفق آخر أو أصل آخر خلال فترة معينة وفقاً لشروط يتفق عليها عند التعاقد، وتستخدم هذه العقود للتحوط من المخاطر السعرية¹، ومن أشكال عقود المبادلات:

- مبادلات أسعار الفائدة وهي اتفاق بين طرفين يتم بموجبها تبادل أسعار الفائدة وفقاً لصيغ معينة.²
- مبادلات العملات وهي تقوم على أساس أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل العملتين.³

ثانياً: شهادات الإيداع الدولية

(أ) مفهوم شهادات الإيداع الدولية

وهي تعتبر أحد أدوات الإستثمار المبتكرة وأداة جديدة من أدوات التمويل التي تربط الأسواق المالية المحلية بالأسواق الخارجية تقوم بإصدارها أحد المؤسسات أو البنوك الدولية مثل "سيتي بنك" بالدولار الأمريكي أو بأي عملة أجنبية يتعامل بها في سوق الصرف الحر مقابل الاحتفاظ بغطاء يقابلها من الأسهم المحلية. أي الهدف الأساسي منها تحقيق إمكانية عرض أوراق مالية محلية في أسواق عالمية من خلال إدراج وتداول شهادات الإيداع في البورصات العالمية.⁴

(ب) أنواع شهادات الإيداع الدولية⁵

- 1- شهادات الإيداع الأمريكية: وهي شهادات يتم إصدارها وتداولها في الولايات المتحدة الأمريكية مقابل إيداع أوراق مالية لإحدى الشركات الأجنبية من خارج الولايات المتحدة.
- 2- شهادات الإيداع الدولية: وهي شهادات يتم إصدارها وتداولها في أكثر من سوق مالية دولية خصوصاً في أوروبا وفقاً لشروط وقواعد تلك السوق.

المطلب الخامس: طرق تداول الأوراق المالية في البورصة

تمهيد:

¹ محمد صالح حناوي، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، صفحة 371.

² د. سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، صفحة 249.

³ هوشيار، معروف، مرجع سابق، صفحة 171.

⁴ السيد متولي عبد القادر، الاقتصاد الدول بالنظريو. والسياسة، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، 2010، صفحة 156.

⁵ غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 54.

يتم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية كما بينت في المطلب الأول والتي يطلق عليها سوق الإكتتاب أو سوق الإصدار، بحيث تقوم الجهة المصدرة للأوراق بعرضها للإكتتاب بقيمتها الإسمية وهي الدورة الأولى للإصدار بحيث يتم بعدها إصدار أوراق أخرى جديدة، ويشترط في إصدارها أن تكون عن طريق سمسار أو عضو وسيط كبنك أو شركة، ومن ثم يتم تداول ونقل ملكية الأوراق المالية في السوق الثانوية.¹ أما تقييد الأوراق المالية يتم من خلال تقديم طلب من قبل الجهة المصدرة للأسهم والسندات مرفقاً معه جميع الوثائق اللازمة للقيود لتقوم لجنة البورصة بتقييدها في قائمة الأسعار بالبورصة خلال مدة معينة تحددها اللجنة اعتباراً من قفل باب الإكتتاب في تلك الأوراق والتي تكون مقيدة بأنواع معينة من الأوراق المالية بحيث لا يمكن التعامل في أدوات غير مرفقة بالجدول، وعلى الشركة المصدرة أن تقوم بدفع رسوم الإشتراك وغيرها من المبالغ الواجب دفعها والمنصوص عليها في اللائحة الداخلية للبورصة.²

الفرع الأول: طريقة التداول المباشر (الصورة المنظمة)

ويتم على مراحل:

المرحلة الأولى: يتصل العميل المستثمر بأحد بيوت السمسرة المتخصصة ببيع وشراء الأوراق المالية ويصدر أوامره إلى السمسار مع تحديد الورقة المالية المطلوب تداولها باسمها الوارد على اللائحة وتحديد نوعها إذا سهم أو سند أو غيره، وهذا بعد اطلاع وتعرف المستثمر بجميع المعلومات التي تتعلق بتلك الورقة من سعرها الحالي، وأعلى وأدنى سعر خلال اليوم وسعر آخر صفقة أبرمت³، ومن ثم تقوم الشركة بتسجيل المعلومات بناء على طلب العميل وإرسالها إلى مقر البورصة من خلال النظام الإلكتروني DOT الذي يسمح لشركات السمسرة المشتركة فيه بإرسال أوامر المصدرة من قبل عملائهم لإبلاغها مباشرة إلى المكان الذي يجري فيه التداول بالأوراق المالية.

وبعد وصول البلاغ إلى المكان المطلوب يقوم الكاتب المختص بالإصدار والإكتتاب بالاتصال بالسمسار للتأكيد على وصول واستلام الطلب ومن ثم يقوم السمسار باستلام الأمر من الكاتب أو تكليف أحد بذلك ومن ثم تنفيذ الأمر.⁴

¹ البراوري، مرجع سابق، صفحة 68، والذي أخذ عن الخضير، كيف نتعلم البورصة، صفحة 40-41.

² البراوري، مرجع سابق، صفحة 70.

³ ديسمبر عيد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، مكتبة المعهد، ط1، القاهرة، 1996، صفحة 110.

⁴ د. مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، صفحة 36.

المرحلة الثانية: بعد استلام الطلب والموافقة عليه تبدأ مرحلة تنفيذه والتي تكون بطريقتين, لكن قبل بيان هذه الطرق يجب أولاً توضيح أنواع الأوامر التي تصدر من العميل المستثمر¹:

- (1) الأمر المحدد: وهو الأمر الذي يكون محدد ومقيد من قبل العميل كعدد معين من الأوراق المالية أو سعر محدد أو مدة محددة .
- (2) الأمر السوقي: وهو الأمر الصادر من العميل والذي يكون بناءً على وضع السوق بحيث يتم تنفيذ الصفقة بأفضل سعر سواء شراء أو بيع.
- (3) الأمر اليومي: وهو الأمر الذي يجب تنفيذه خلال يوم العمل نفسه.
- (4) الأمر بسعر الفتح أو سعر الإقفال: وهو أن يشترط العميل من السمسار بتنفيذ عملية الشراء أو البيع بسعر الفتح وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية عند افتتاح جلسة التعامل أو التداول في السوق , أما سعر الإقفال فهمو آخر سعر تبلغه الورقة المالية أي قبل إقفال السوق.
- (5) الأمر الموقوف: وهو الأمر الذي يتوقف تنفيذه على وصول الأسعار في السوق سعراً معيناً بحيث لا ينفذ السمسار الأمر إلا إذا بلغت السعر المحدد.
- (6) الأمر المؤقت: وهو الأمر المؤقت بمدة معينة, كيوم أو أسبوع أو شهر وإذا لم يتقيد السمسار بالوقت أو انتهى قبل تنفيذه يبطل بنهاية اليوم الذي صدر فيه.
- (7) الأمر مفتوح المدة: وهو الأمر الذي يبقى قائماً حتى يتم تنفيذه.

الطريقة الأولى: ينفذ السمسار الأمر بسؤال المتخصص² الذي يتعامل بهذا النوع من الأوراق عن السوق دون أن يبين له إذا كان بائعاً أم مشترياً وبعد معرفة الأسعار يقوم بالبيع أو الشراء بأفضل سعر إذا كان أمر صادر بسعر سوق , أما إذا كان الأمر محدد فيقوم بتنفيذه عند أول فرصة مواتية لسعر التنفيذ . ويتم تدوين هذه العملية على بطاقات خاصة بحيث تكون معلنة للمتعاملين في السوق.³

الطريقة الثانية: تفاوض السمسار الذي يحمل أمراً بالشراء لسهم معين مثلاً مع سمسار آخر يحمل أمر بيع لذات السهم أو العكس, بحيث يوجد في البورصة مكان مخصص لالتقاء الطرفين للتفاوض بحيث يسأل السمسار السمارة الآخرين عن سعر السهم دون أن يبين أنه ينوي الشراء أبو البيع فيجيبه ظاحد السماسرة بسعرين أي سعر للشراء وهو أدنى سعر وسعر للبيعه وهو أعلى سعر, ومن ثم تبدأ المفاوضات , فمثلاً إذا كان الأمر أمر سوق وكان الفرق بين السعرين الذي عرضهما

¹ البراوري, مرجع سابق, صفحة 71-72.

² (المتخصص): هو الشخص الذي يتعامل في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية.

³ د. مبارك بن سليمان آل فواز, مرجع سابق, صفحة 36.

السمسار- المتخصص كبير تكون فرصة التفاوض كبيرة بين أكثر من سمسار وتصبح هناك إمكانية للمزايدة والمناقصة وفق مدة محددة بين السماسرة وهذه ما يسمى بنظام المزاد العلني . بينما إذا كان الفرق بين السعرين قليل فهذا لا يعطي فرصة للتفاوض مع الآخرين ولن يجد سعراً أفضل فيضطر للتعامل معه وإتمام عملية الشراء. وفي حالة الأمر المحدد فلا ينفذ السمسار العقد إلا إذا وجد سمسار- آخر بنفس السعر.¹

الطريقة الثالثة: توكيل السمسار- المتخصص بالصفقة إذا لم يجد بائع أو مشتري مناسب , أو كان عليه أن ينفذ طلبات أخرى بمراكز تداول مختلفة.

المرحلة الثالثة: وهي ما بعد تنفيذ الأمر , يقوم كل من البائع والمشتري بتسجيل العملية في سجلاتهم الخاصة ومن ثم إرسالها الى المركز الرئيسي لكل منها لإبلاغ المكتب الفرعي الذي بدوره يخبر العميل بأن الصفقة قد تمت ويرسل فاتورة مرفقة تحتوي على السعر والكمية المباعة أو المشتراه , وتقوم لجنة البورصة بتغيير السعر الموضوع على اللوحة إلى السعر الأخير الذي تمت فيه الصفقة وأخيراً المقاصة والانتقال الحقيقي للأوراق المالية وثمنها بين البائع والمشتري.²

الفرع الثاني: التداول عن طريق النظام الآلي

وهو أن يتم التداول بين الأطراف المتعاملين عن طريق نظام اتصالات آلي بحيث يتم فيه إرسال طلبات البيع والشراء للمستثمرين وقبولها وتنفيذها حسب القواعد والشروط المحددة ومن ثم تسوية الصفقة , بحيث أن كل المراحل تتم إلكترونياً عن طريق هذا النظام.³

¹ مبارك بن سليمان آل فواز, مرجع سابق, صفحة 38.

² د. سمير عبد الحميد رضوان, مرجع سابق, صفحة 106-107.

³ مبارك بن سليمان آل فواز, مرجع سابق, صفحة 39.

المبحث الثاني

دور الصكوك في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تتطوي الصكوك الإسلامية على أهمية بالغة في سوق الأوراق المالية, فقد برزت كأحد الأدوات المالية التي تعمل على النهوض بالإقتصاد الإسلامي و إثرائه, نظراً إلى الدور الكبير الذي تقوم به إقتصادياً في تطوير- و تنظيم أساليب التمويل و الإدخار و الإستثمار- بما يتناسب مع ما تمليه الشريعة الإسلامية.

أما بالنسبة لماهية الصكوك الإسلامية فهي تعد أوراق مالية يتم تداولها في الأسواق المالية وفقاً لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية، حيث أن القواعد والأحكام تحدد هيكل وطريقة التداول بهذه الصكوك، و تبعاً لذلك فإن الصكوك الإسلامية تحمل عدة مميزات غير موجودة في الأوراق المالية الأخرى فهي تعتبر مزيج مكون من أداة ملكية و أداة مديونية في الوقت نفسه، و مع أن إستعمال و تداول مصطلح الصكوك الإسلامية يعتبر حديثاً نوعاً ما إلا أنها قد نالت شهرة و إنتشار- و اسعين في سوق الأوراق المالية لما توفره و ترعاه و أخذت كل من المؤسسات الإسلامية و غير الإسلامية بإستخدام و إصدار هذه الصكوك على مستوى الشركات و الأفراد و الإقتصاد ككل.

المطلب الاول: مفهوم الصكوك الاسلامية ونشأتها

الفرع الأول: تعريف الصكوك الإسلامية

أطلق الفقهاء و الجهات المعنية بما يتعلق في العلوم الإسلامية المالية عدة مفاهيم لتعريف و بيان ماهية الصكوك الإسلامية و نستعرض أهمها في ما يلي:

أ) تعريف الصكوك الإسلامية في اللغة:

"الصكوك هي جمع صك، و هو كتاب فارسي معرب يكتب في المعاملات و الأقيار و أصله جك و الجمع أصك و صكاك و صكوك مثل بحر و بحار و بحور".¹ و عرف الصك قديماً عند المسلمن بأنه " الورقة التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها لإنسان كذا و كذا من طعام أو غيره"² و قيل بأن الصك هو إلتزام أو عقد يثبت لصاحبه حقه من أموال أو غيرها.³

ب) تعريف الصكوك الإسلامية اصطلاحاً

اجتهد الكثير من الفقهاء و العلماء لإعطاء تعريف وافي للصكوك الإسلامية أدى إلى ظهور عدة تعاريف و منها:

- الصك هو عبارة عن ورقة لها قيمة مالية محددة المدة تتساوى مع قيمة حصة شائعة في مشاريع، أو إستثمارات، أو أملاك، و تثبت هذه الصكوك لحاملها حق كسب حصيلة ما توفره من دخل و أرباح في نهاية مدة إكتتابها و تحمله مسؤولية و إلتزام على قدر ملكيته.

¹ ابن أبي بكر بن عبد القادر الرازي، خمتار الصحاح، ب د ن، الطبعة الأولى مصر، 1392هـ، ص322. يتصرف

² كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص: 7. يتصرف

³ يوسف طرافي (2015)، دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009-2014)، رسالة ماجستير، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، سطيف، الجزائر، صفحة 42. يتصرف

- كما تعرف الصكوك بأنها "وثائق أو شهادات (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها عند إصدارها و استخدامها و استخدامها حصيلتها بالإكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها".¹
- الصك هو أداة مالية إسلامية تظهر على شكل ورقة أو وثيقة مطبوعة تحتوي على معلومات و بيانات تمثل مصدرها و قيمتها و ملكيتها, و يتم إصدارها تبعاً لضوابط و قواعد شرعية إسلامية تضم شروط التداول بها و إدارتها و تعطي لصاحبها (ملكية على الشبوع) أي ملكية جزئية في هذه الأصول, و تكون قابلة للتداول.²

الفرع الثاني: تاريخ نشأة الصكوك الإسلامية

إن عملية التصكيك إرتبطت تاريخياً عند المسلمين بصكوك الطعام و هي " صكوك تدفع للجنود و العمال الإداريين مقابل أجورهم و يأخذون قيمتها غذاء أو طعام في وقت الحق".³

أما بالنسبة لمفهوم الصكوك الحالي و الذي يعتبر نوعاً ما حديثاً حيث بدأ ظهوره في أواخر سبعينيات القرن العشرين, إنطلاقاً من إيمان المجتمع الإسلامي بأهمية طرح مصادر تمويلية بديلة للمصادر التقليدية (الربوية) و إصدار أدوات مالية تتناسب مع ما تمليه ضوابط الشريعة الإسلامية. و كانت أولى محاولات مجمع الفقه الإسلامي متمثلة بسندات المقارضة و التي طرحت لأول مرة في عام 1977, و كانت سنة 1983 هي السنة المفصلية في نشأة الصكوك الإسلامية بحيث أعلن بنك إسلام ماليزيا رفضه لتملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة, بسبب أنها مخالفة لتعاليم الشريعة الإسلامية, و لهذا لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار أدوات استثمار غير-ربوية و تتبع آليتها لقواعد الشريعة الإسلامية.⁴

و في عام 1988 قام مجمع الفقه الإسلامي بإصدار القرار رقم 5 الذي يتعلق بسندات المقارضة و الإستثمار و الذي يقتضي بفتح الأبواب أمام الشركات الإسلامية لتبني هذه الصيغ الناشئة, و كانت شركة النقد البحرينية من أول الشركات التي بدأت بإصدار سندات حكومية تتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية و بلغ قيمة هذا الإصدار في عام 2005 خمسة و عشرون مليون دولار- أمريكي و إتمتدت المؤسسة صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات, و بعدها أصدرت هيئة المحاسبة و المراجعة لمؤسسات المالية الإسلامية في البحرية عام 2003 معيار شرعي لصكوك الإستثمار و الذي حُدد فيه أنواع, و خصائص, و الأحكام الشرعية للصكوك و من ثم قام مجمع الفقه الإسلامي عام 2004 بتوضيح جميع الأحكام و الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار و تداول جميع أنواع الصكوك.⁵

¹ معبد اجارحي و عبد العظيم أبو زيد, مرجع سابق 9010 ص7. يتصرف

² غزال, محمد, (2013), دور الصكوك الإسلامية في تفعيل دور سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية", رسالة ماجستير, جامعة فرحات عباس, الجزائر. والذي أخذ عن محمود محمد حمودة, الإستثمار و المعاملات المالية في الإسلام, ط2, الورق للنشر و التوزيع, 2009, الأردن, صفحة 55. يتصرف

³ أسامة عبد الحليم الجورية, مرجع سابق, ص: 26. يتصرف

⁴ يوسف, طرافي (2015), دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009-2014), رسالة ماجستير, جامعة محمد بوضياف- المسيلة بسطيف, الجزائر, صفحة 39. يتصرف

⁵ طرافي, يوسف, مرجع سابق, صفحة 39.

و من ثم بدأ إنتشار الصكوك الإسلامية على مستويات أوسع داخل البلاد الإسلامية و خارجها و باتت قدرتها و خصائصها قادرة على حل مشكلات إقتصادية و أزمات مالية على مستوى الدول, فقد قامت الحكومة البريطانية بإصدار صكوك إسلامية لتمويل الموازنة العامة للمملكة.¹ و ما زالت الصكوك الإسلامية قيد التطوير- سنة بعد الأخرى و تسعى العديد من الهيئات و المنظمات لإيصال التداول بالصكوك الإسلامية أعلى نسب الكفاءة و الأمان.

الفرع الثالث: الفرق بين الصكوك والأوراق المالية أولاً: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

أ) أوجه التشابه بين الصكوك الإسلامية والأسهم

- يمثل كل من السهم و الصك حصة شائعة في صافي موجودات الشركة أو المشروع المدر للعائد , و عادة ما تشمل هذه الأصول المنافع و الأعيان و ما تدره من نقود أو ديون أو كلاهما معاً.²
- لمالك كل من السهم و الصك حصة من صافي ربح الشركة المساهم فيها و ذلك حسب نسبة مساهمته في الشركة.³
- يعتبر كل من السهم و الصك أداة ملكية لحصة شائعة في الشركة طبعاً بمقدار قيمتها, بحيث يحق لحاملها التصرف في.⁴
- لحاملي الصكوك و الأسهم بيع ما يملكونه في الشركة إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.⁵

ب) أوجه الإختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم

- يشارك مالك السهم في إدارة الشركة و انتخاب أعضاء مجلس الإدارة بينما مالك الصك مشاركته تكون عن طريق توكيل شخص يقوم بإدارة المشروع.
- الصكوك تعتبر ورقة مالية قليلة المخاطر باعتبارها تصدر مقابل أصل معين أم الأسهم فمخاطرها عالية جداً لما تشهده من تقلبات في الأسعار باليوم الواحد نتيجة لوضع الشركة المصدرة.⁶

¹ غزال محمد, مرجع سابق, صفحة 78.

² كتاف شافية, (2014), دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الإسلامية, أطروحة دكتوراه, جامعة سطيف, الجزائر, صفحة 218.

³ طرافي يوسف, (2014), مرجع سابق, صفحة 75.

⁴ فؤاد محمد أحمد محسين, الصكوك الإسلامية (التوريق) و تطبيقاتها المعاصرة, بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية (التوريق), مجمع الفقه الإسلامي الدولي, الشارقة, 2009, صفحة 17.

⁵ كتاف شافية, مرجع سابق, صفحة 219.

⁶ غزال محمد, مرجع سابق, صفحة 79.

- تصدر الصكوك الإسلامية بصيغ استثمارية متعددة من مضاربة ومشاركة وأجارة ومرابحة وغيرها , أما الأسهم فلها صيغة واحدة وهي المشاركة , والأسهم إذا كانت ضمن الضوابط والأحكام الشرعية تعتبر نوع من أنواع الصكوك.¹
- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق, أما الصكوك ليس بالضرورة أن تكون أداة مشاركة دائمة وبالتالي لها تاريخ استحقاق.

ثانياً: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

(أ) أوجه التشابه

- الصكوك والسندات كلاهما أوراق مالية قابلة للتداول تصدر بقيمة اسمية بغرض الحصول على التمويل , كما أن عملية إصدارهم تكون مقرونة بمجموعة من الترتيبات التي تقلل المخاطر- المحتملة الناتجة عن تقلبات الأسعار.²
- من خلال كل من الصكوك والسندات يمكن أداء مجموعة من الوظائف الاقتصادية المهمة كالتحكم في حجم السيولة النقدية المتداولة لتحقيق الاستقرار في الوضع الإقتصادي بالإضافة إلى تمويل مختلف الجهات الحكومية أو الشركات الخاصة.³
- تصنف الصكوك والسندات بشكل عام بأنهما أوراق مالية ذات استقرار كبير وخطورة متدنية.⁴

(ب) أوجه الاختلاف

- الفرق الجوهرى فيما بينهم هو أن السندات محرمة شرعاً باعتبارها أداة دين أو قرض يترتب عليه فائدة وبالتالي فهو ربا , والصكوك ورقة مالية مباحة مهيكله بناءً على صيغ التمويل الشرعية.
- الصك يمثل حصة شائعة من الأصول المملوكة في الشركة والسندات دين في ذمة الشركة.
- أرباح أو إيرادات الصكوك لا تعتبر فوائد وإنما تنتج عن عوائد المشاريع الإستثمارية لأصول الصكوك , في حين أن إيرادات السندات حق نقدي يمثل فائدة مترتبة على الدين.⁵
- عند تصفية الشركة يكون لصاحب السند حق الأولوية في الحصول على أصل الدين والفوائد , أما صاحب الصكوك فليس له الأولوية بذلك , بل تقتطع نسبته بعد سداد الديون.⁶

¹ طرافي, يوسف, مرجع سابق, صفحة 76.

² صفية أحمد أبو بكر, "الصكوك الإسلامية", مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول, دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي, الإمارات, 2009, صفحة 14.

³ حمزة الفهر الشريف, ضمانات الصكوك الإسلامية, بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية, جامعة الملك عبد العزيز, جدة, 2010, صفحة 4.

⁴ صفية أحمد أبو بكر, مرجع سابق, صفحة 14.

⁵ محمد علي الفري, الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها, مجمع الفقه الإسلامي, الشارقة, الإمارات, 2009, ص4.

⁶ كتاف, شافي, مرجع سابق, صفحة 220.

المطلب الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية وأهميتها الاقتصادية

الفرع الأول: خصائص الصكوك الإسلامية

إن للصكوك الإسلامية العديد من الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية التقليدية، مما ساهم بإنتشارها و جعلها أحد الأدوات المالية المستحب تداولها من قبل المؤسسات و الأشخاص، من أهم هذه الخصائص ما يلي:

1- الخاصية الأولى: تصدر الصكوك الإسلامية بوثائق متساوية القيمة

إن إصدار الصكوك الإسلامية بفئات متساوية القيمة لأنها تشكل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو خدمات أو منافع أو نشاط استثماري مما يسهل تداول الحصص من خلال الأسواق المالية، و هذه الخاصية تجعل الصكوك الإسلامية مشابهة للأسهم المصدرة بفئات متساوية و السندات المصدرة بفئات متساوية.¹

2- الخاصية الثانية: الصكوك الاستثمارية تعطي لحاملها فرصة المشاركة في الربح

إن مالك الصك يحصل على غنمه و الذي يتم تحديده وقت التعاقد أي حسب ما تم النص عليه في نشرة الإصدار قبل الإكتتاب أو في الصك المالي، و تضم هذه النشرة حصص كل من المضارب و أرباب العمل من الربح و يمكن تغييرها أو التعديل عليها بالإتفاق مع إتفاق الطرفين (مصدر الصك و حامله)، حيث لا تنص هذه النشرة على قيمة محددة و معلومة مسبقاً و هذا ما يميزها عن السندات التقليدية.²

3- الخاصية الثالثة: المشاريع التي تستثمر فيها هذه الصكوك جميعها تتفق مع ضوابط الشريعة الإسلامية

أي أن جميع المعاملات التي تدخل فيها الصكوك تخلو من الربا و من أي تعامل قائم على معدل الفائدة و لا يجوز إستخدامه في استثمار أي مشاريع محرمة و إن لم تتحقق هذه الشروط فإنه لا يجوز إصدارها و لا تداولها و لا تحصيل الأرباح المتولدة عن هذه الصكوك.³

¹ طرافي، يوسف، مرجع سابق، صفحة 44، يتصرف

² غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 83، يتصرف

³ أسامة عبدالحليم الجورية، صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد، رسالة ماجستير، في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دمشق، 2009، صفحة 33.

4-الخاصية الرابعة:قابلية الصكوك الإسلامية للتداول

تعتبر الصكوك قابلة للتداول بأي وسيلة من الوسائل الجائزة شرعاً وقانوناً بالإضافة إلى أنها يجب أن تكون مطابقة للشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والأعيان التي تمثلها، فتنقسم الصكوك إلى أنواع قابلة للتداول مثل صكوك المضاربة والمشاركة وأخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنها تمثل دين في ذمة الغير، كما لا يجوز شراء الديون وبالتالي لا يجوز تداولها كصكوك المرابحة.¹

5- الخاصية الخامسة: عدم قابليتها للتجزئة

الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة بحيث أنه لو انتقلت ملكية الصك إلى شخص آخر بسبب الإرث أو غيره فيجب على واحد منهم أن يمثل حصتهم أمام الشركة.²

الفرع الثاني: دور الصكوك الإسلامية وأهميتها الإقتصادية

تعتبر الصكوك الإسلامية ورقة مالية مستحدثة ومن أفضل وسائل التمويل الإقتصادي المتفقتة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتجه لها الكثير من الاطراف المستثمرين لما لها من دور وأهمية كبيرة في عدة مجالات :

أولاً: بالنسبة للأفراد

- تساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتنميتها وتجميعها³
- تعتبر أداة جيدة للمستثمرين الذين يريدون استثمار فوائض أموالهم وفي الوقت نفسه إمكانية

¹ كتاف، شافية، مرجع سابق والتي أخذت عن عبدالله محمد المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، المملكة السعودية، 2010، ص14. و صافية أحمد أبي بكر، "الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات، 2009، صفحة 14.

² علي محي الدين القره داغي، "بحوث في فقه البنوك الإسلامية-دراسة فقهية واقتصادية"، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2002، صفحة 338.

³ كتاف، شافية، مرجع سابق، صفحة 220.

- استردادها بسهولة عندما يحتاجونها من خلال السوق الثانوية.¹
- تتميز بكونها وسيلة وأداة مالية عادلة للمستثمرين بحيث يتوزع الربح فيها بنسب متساوية ولا يقتصر على فئة معينة.
- تصكيك أصول الشركة أقل تكلفة من الإقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء من ناحية العمولة، وقلة المخاطر المرتبط بها، وهذه الأهمية بالنسبة للمستثمر في الصكوك.²

ثانياً: بالنسبة للأسواق المالية³

- تعدد أنواع الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية لتضم أدوات إسلامية كالصكوك مما يهدف إلى تنشيط السوق المالي.
- زيادة كفاءة وفعالية السوق المالي بازدياد نوعية وكمية الصكوك الإسلامية.
- توسيع قاعدة المؤسسات المالية المشتركة في السوق المالي و التي تتداول بالصكوك الإسلامية.
- تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن أسواق مالية خالية من الشبهات والمحرمات، وخاصة أموال المغتربين.

ثالثاً: بالنسبة للمؤسسات المالية الإسلامية والمصارف⁴

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها عن طريق تحويل الأصول غير السائلة لأصول لإعادة توظيفها مرة أخرى.
- توسيع حجم المالي للمؤسسات بدون الحاجة لتوسيع حقوق الملكية.
- تقدم نظام جيد لإدارة السيولة يمكن لكل من المؤسسات الإسلامية والبنوك اتباعه في إدارة سيولتها، فنقوم بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض من السيولة أو بيعها في السوق الثانوية إذا احتاجت لسيولة.
- توسيع وتدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول.⁵

رابعاً: بالنسبة للاقتصاد ككل

- تساهم في تحقيق إنعاش اقتصادي عن طريق تشغيل رؤوس الأموال التي تحتاج إلى مصادر استثمارية إسلامية كالصكوك.⁶
- تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة في معالجة عجز الموازنة العامة بحيث يمكن اعتبارها من الحلول الاستثمارية الشرعية لتمويل عجز الموازنة بدلاً من لجوء الدولة للإقتراض وتحمل فوائد إضافية.⁷
- تساعد الصكوك في نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية.

¹ محمد علي الشخيري، "الصكوك المعاصرة وحكمها"، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات، 2009، صفحة 2.

² غزال محمد، مرجع سابق، صفحة 137.

³ كتاف شافية، مرجع سابق، صفحة 222.

⁴ المرجع السابق صفحة 220.

⁵ علاء الدين زعتري، "الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار"، ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية"، الأردن، 2010، صفحة 12.

⁶ كتاف شافية، مرجع سابق، صفحة 222.

⁷ وليد خالد الشايجي وعبدالله يوسف الحجوي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "المؤسسات المالية الإسلامية"، الإمارات، 2005، صفحة 926.

- الحد من التضخم وذلك عن طريق مساهمة هذه الأدوات في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل لللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة.¹
- الصكوك الإسلامية تقوم على أساس دراسة الجدوى من الناحية الإقتصادية بالإضافة لاتباعها للضوابط الشرعية مما يجعل المشروعات التي تمولها تخضع للأولويات الإسلامية مما يحقق تخصيص أمثل للموارد.
- تسهم في القضاء على مشكلة البطالة وزيادة نسبة التشغيل و في تشغيل الأموال المعطلة كون هذه الصكوك تحقق رغبات المدخرين والمستثمرين.
- تحقق الصكوك التوزيع العادل للثروة بكونها قائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وهذا يحقق العدالة .
- الصكوك ساعدت بشكل كبير في تطوير- وتنشيط الأسواق المالية الإسلامية وغير الإسلامية كونها تعتبر أداة مالية جديدة جذبت الكثير من المستثمرين والمتعاملين في رؤوس الأموال. وسأبين ذلك في المطلب الأخير.

المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: الصكوك القابلة للتداول

وتعتبر- من أكثر الأنواع انتشاراً ويتفرع منها أصناف عديدة مثل:

(1) صكوك المضاربة

(أ) تعريفها:

المضاربة في اللغة: "المضاربة مفاعلة من الضرب: وهو السير في الأرض", والمضاربة اصطلاحاً: "عقد الشركة في الربح بمال من رجل وعمل من آخر"².

¹ د.هناؤ الحنيطي, مرجع سابق, صفحة 560. يتصرف
² أحمد الشرباصي, مرجع سابق, صفحة 426.

صكوك المضاربة: كما سبق تعريف المضاربة بأنها عقد بين طرفين أحدهما يقدم رأس المال ويسمى رب المال والآخر يقدم العمل مع الإتفاق في مجلس العقد على نسبة الربح لكل منها والناجاة من أرباح المشروع, فإنه في صكوك المضاربة يتعدد الأطراف المقدمين لرأس المال بحيث ينقسم إلى حصص متساوية, والعائد الناتج عن الصكوك يكون غير محدد بل يمكن توقعه حسب نشاط ووضع الشركة المصدرة لها.¹

وجاء في تعريف هيئة الرقابة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لصكوك المضاربة: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة, بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها".²

وتأخذ صكوك المضاربة العديد من الصور- كصكوك المضاربة المقيدة والتي تنقيد فيها الشركة المصدرة بشروط وقيود معينة كالنقيد بنوع استثمار- أو نشاط محدد ومدة الصك تكون محددة بعمر المشروع ويجب على الشركة الإلتزام بهذه الشروط وعدم مخالفتها. و صكوك المضاربة المطلقة وهي التي لا تنقيد بمشروع معين أو بزمان معين.

(ب) خصائصها

- إمكانية تداولها قبل وبعد البدء في المشروع ضمن تعليمات محددة.³
- مصدر- هذه الصكوك هو المضارب والمكتتبون فيها هم أصحاب المال, وحصيلة الإكتتاب هو رأس مال المضاربة, ويملك المكتتبون حصة من الربح متفق عليها ويتحملون الخسارة إن حدثت.⁴
- يمكن ضمان هذه الصكوك من خلال طرف ثالث في العملية لتوفير- الإطمئنان للمستثمرين.⁵
- من الصكوك الإسلامية المتمثلة بموجودات الإعيان.

(2) صكوك المشاركة

(أ) تعريفها:

المشاركة في اللغة: "الشركة هي خلط الملكين, وقيل: هي أن يوجد شيء لاثنتين فصاعداً" واصطلاحاً: "وهي أن يشترك طرفان ببعض المال للتجارة به والربح يوزع حسب الإتفاق أو حسب نسبة رأس المال لكل منهما".⁶

وصكوك المشاركة تشبه كثيراً صكوك المضاربة لكل الإختلاف في أن صكوك المضاربة رأس المال أو المكتتبين فيها من طرف واحد بينما صكوك المشاركة من طرفين أو أكثر, بحيث أن الشركة المصدرة للصكوك تعتبر شريكة لحملة الصكوك (المستثمرين). ومن تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة جاء فيها: "وثائق متساوية القيمة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة يصدرها مالك مشروع قائم برغب بتطويره من أيراد هذه الصكوك أو استثمار هذا العائد في إقامة مشروع جديد على أساس عقد المشاركة

¹ أ.عبدالقادر خدواي مصطفى و أ.بزييرية محمد, الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية", الأدوات المالية الإسلامية بين محدودى التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية يوم 5-6 ماي 2009, معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, الجزائر, صفحة 6/د.هناء محمد هلال الحنيطي, دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة), 2015, صفحة 555.

² هيئة المحاسبة والمراجعة البحرين, المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية, 2014, ط1, البحرين, صفحة 239.

³ غزال محمد, مرجع سابق, صفحة 87.

⁴ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, صفحة 241.

⁵ د.هناء محمد هلال الحنيطي, مرجع سابق, 556.

⁶ أحمد الشرباصي, مرجع سابق, صفحة 238-239.

والراغبين في المشاركة بهذا المشروع يكتبوا بهذه الصكوك وتحدد نسبة الربح في نشرة إصدار الصكوك أما الخسارة تحدد على أساس حصة كل شريك " ¹.

(ب) خصائصها²:

- ذات مخاطر استثمارية متدنية وربحية عالية مقارنة بأدوات الإستثمار- الأخرى.
- يمكن تسيلها في أي لحظة في السوق المالي.
- تعتبر كوسيلة دفع مضمونة للسداد في تسوية المعاملات المالية.

(3) صكوك الإجارة

(أ) تعريفها:

الإجارة في اللغة: "الإجارة مشتقة من الأجر وقيل: الأجر الجزاء على العمل، والأجرة: الكراء"³ اصطلاحاً: "عقد بموجبه يقوم المؤجر المالك للعين المعينة بإيجارها لطرف آخر بعوض معلوم عند التعاقد وبمدة محددة"⁴. وصكوك الإجارة تقوم على مبدأ التصكيك أو التوريق أي تحويل جزء من الأصول التي تمتلكها المؤسسة إلى شكل صكوك تمويلية خلال مدة محددة لتحويل الأعيان والمنافع التي يتخلق بها عقد الإجارة إلى صكوك يمكن تداوله في السوق الثانوية. وفي تعريف بعض الباحثين لها: "أدوات مالية للإستثمار- عن طريق تملك أعيان وتأجيرها و ثم تمثيلها في أوراق مالية ونقل ملكية الأعيان المؤجرة إلى المستثمرين بحصولهم على الصكوك واستحقاقهم الأجرة بحسب حصص الملكية"⁵. وعرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي: "سندات ذات قيمة اسمية تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل"⁶.

(ب) أنواعها⁷:

- **صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو يريد استئجارها, أو وسيط مالي ينوب عن المؤجر- بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من الإيرادات الناتجة عن الإكتتاب فيها وتصبح العين المملوكة لحملة الصكوك على أساس المشاركة فيما بينهم حتى تاريخ تصفية المشروع.
- **صكوك ملكية الخدمات:** وهي وثائق متساوية القيمة, بحيث تقدم الخدمة من طرف معين مقابل عوض ناتج عن حصيلة الإكتتاب فيها وتصبح هذه الخدمة مملوكة لحاملي الصكوك.
- **صكوك ملكية المنافع:** وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين ما لتأجير منافعها وتحصيل أجزائها نتيجة الإكتتاب فيها, بحيث تصبح هذه المنفعة مملوكة لحاملي الصكوك.

(ج) خصائصها:

¹ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, 239.

² د. هناء محمد هلال الحنيطي, مرجع سابق, صفحة 556

³ أحمد الشرباصي, مرجع سابق, صفحة 17.

⁴ أ. عبدالقادر خدواي مصطفى و أ. بزييرية محمد, مرجع سابق, صفحة 5.

⁵ محمد مختار السلامي, الأجار المنتهي بالتمليك وصكوك التأجير" مجلة الفقه الإسلامي, عدد 12. المجلد الأول, جدة السعودية, 2000, صفحة 313.

⁶ محمد مبارك البصمان, صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية, دار النفائس للنشر والتوزيع, عمان, الأردن, 2011, صفحة 21.

⁷ طرافي يوسف, مرجع سابق, صفحة 67.

- تعتبر صكوك الإجارة أقل خطورة عند مقارنتها بالأدوات المالية الأخرى كالأسهم مثلاً، لأنه يمكن التنبؤ بما تحققه من عائد، نظراً بأن العين المؤجرة يمكن معرفة مصاريفها وإيراداتها بسهولة.¹
- يمكن لمالك صك الإجارة بيعه في السوق الثانوية بالسعر السائد في السوق، نظراً لتعرضها لعوامل العرض والطلب.²
- مرونة صكوك الإجارة من حيث تعدد النشاطات والمشاريع التي تمولها و من حيث المصدرين لها أو الوساطة المالية المتضمنة فيها.³
- تعتبر أداة متميزة للسياسة النقدية للدولة كونها تتصف بالثبات والاستقرار والدولة بحاجة إلى أوراق مالية بهذه السمات، بحيث يمكن استخدامها كبديل للسندات الخزينة في عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي، فيشتري البنك المركزي صكوك الإجارة للحكومة في حالة التقليل من عرض النقود والعكس.⁴

(4) صكوك المزارعة

(أ) تعريفها:

المزارعة في اللغة: " المفاعلة من الزرع وهو الإنبات".⁵ اصطلاحاً: "عقد بين طرفين على أن يقدم طرف منهما الأرض والطرف الآخر يزرعها ويكون له نصيب مما يخرج منها كالنصف أو الثلث أو حسب ما يتفقان عليه.

صكوك المزارعة: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشاريع على أساس المزارعة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض المزروعة بحسب نسبة مشاركتهم".⁶

(ب) خصائصها:⁷

- المصدر لصكوك المزارعة هو صاحب الأرض والمكتتبين في هذه الصكوك هم المزارعين والعاملين في الأرض.
- كما يمكن للمصدر أن يكون هو العامل في الأرض والمكتتبون هم أصحاب الأرض ولحملة الصكوك احصة المتفق عليها من إنتاجية الأرض.

(5) صكوك المساقاة

(أ) تعريفها:

المساقاة لغة: " مفاعلة من السقي وهو الري"⁸

¹ عبدالقادر خدواي مصطفى و أيزيرية محمد، مرجع سابق، صفحة 5.

² غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 91.

³ غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 92.

⁴ طرافي، يوسف، مرجع سابق، صفحة 53.

⁵ أحمد الشرباصي، مرجع سابق، صفحة 418.

⁶ المعايير- الشرعية، مرجع سابق، صفحة 239.

⁷ غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 96.

⁸ أحمد الشرباص، مرجع سابق، صفحة 422.

اصطلاحاً: " عقد لازم بين طرفين على أن يقوم أحدهما باستصلاح ثمر الشجر من حرث وسقي وتلقيح على أن يتفق صاحب الشجر معه بأن يكون له جزء معلوم من الثمر".

وصكوك المساقاة: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في سقي الأشجار- المثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة بحيث تكون لحملة الصكوك حصة من الثمار وفق الإتفاق"¹.

ب) خصائصها²:

- المصدر للصكوك هو مالك الأرض التي يحتاج شجرها للسقي والمكتتبون فيها هم المساقون, وحصيلة الإكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر-

- وكما في صكوك المزارعة يمكن لمصدر الصكوك أيضاً أن يكون هو الطرف المساق والمكتتبون هم أصحاب الأرض.

الفرع الثاني: الصكوك غير القابلة للتداول

1) صكوك السلم

أ) تعريفها:

السلم في اللغة: " التقديم والتسليم", وفي الإصطلاح: " عقد على عين مؤجلة موصوفة في الذمة بثمن معجل مقبوض في مجلس العقد"³.

صكوك السلم: " وهي أوراق مالية متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلعة موصوفة في الذمة يتم استلامها في المستقبل, وتصبح ملكاً لحملة الصكوك كل حسب حصته فيها ويتم تصفية العملية التي تحددها نشرة الإصدار إما عند التسليم وقبض السلعة أو عند إعادة بيع سلعة السلم بعض قبضها أو من خلال السلم الموازي, وبهذا يتم إنهاء الصفة الإستثمارية لصكوك السلم وإطفائها"⁴.

ب) خصائصها⁵:

- لا يمكن تداول هذه الصكوك إلا بعد تحول رأس المال إلى سلع عينية وهذا عند استلامها وقبل بيعها.

¹ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, 239.

² غزال, محمد, مرجع سابق, صفح 96

³ أحمد الشرياضي, صفحة 225.

⁴ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, صفح 55.

⁵ غزال, محمد, مرجع سابق, صفح 89.

- المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم والمكتتبون فيها هم مشتررون هذه السلع و عوائد الإكتتاب تمثل رأس مال عقد السلم.

(2) صكوك الإستصناع

(أ) تعريفها:

الإستصناع في اللغة: طلب الصنع, اصطلاحاً: عقد على مبيع موصوف في الذمة شرط فيه العمل أو الصنع.¹ صكوك الإستصناع: وهي تتشابه مع صكوك السلم بشكل كبير إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة موصوفة في الذمة بثمن مؤجل والمبيع يبقى في ذمة الصانع حتى يتم تسليمه لذلك تعتبر غير قابلة للبيع أو للتداول , وفي تعريف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لصكوك الإستصناع: " وثائق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة , ويصبح المصنوع ملكاً لحملة الصكوك".²

(ب) خصائصها:³

- تصدر صكوك الإستصناع لاستخدام ما تحصله من أموال في تصنيع سلعة موصوفة في الذمة.
- يتم إصدار صكوك الإستصناع على أساس عقد الإستصناع المعروف في صيغ التمويل الإسلامي وتخضع لجميع أحكامه وتترتب عليها جميع آثاره.

(3) صكوك المراجعة

(أ) تعريفها:

المراجعة في اللغة: "مصدر مشتق من الريح وهو الزيادة"⁴ , في الإصطلاح: " هي بيع السلعة بثمنها الذي قامت به مع زيادة ربح معلوم"⁵ .
صكوك المراجعة: " هو تمويل عقد بيع سلعة مراجعة فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة الصكوك وتستخدم حصيلة الصكوك في تملك البضاعة مراجعة وقبضها

¹ الكاساني, بدائع الصانع في ترتيب الشرائع, 1910, صفحة 2

² المعايير- الشرعية, مرجع سابق, صفحة 239.

³ موسى محمود, صكوك الإستصناع من البدائل الشرعية لسندات القروض الربوية, بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف والمالية الإسلامية, النقاضي عبر الحدود, الجامعة العالمية الإسلامية, ماليزيا, 15-16 يونيو-2010, صفحة 5.

⁴ أحمد الشرياضي, مرجع سابق, صفحة 188.

⁵ د.هناؤ الحنيطي, مرجع سابق, صفحة 556, والذي أخذت عن المقدسي, صفحة 259.

قبل بيعها مرابحة"¹.

وفي تعريفها من قبل الأيوبي: " وثائق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك المتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء"².

ب) خصائصها:

- من يقوم بإصدار صكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون للبضاعة وحصيلة الإكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة .
- ربح حملة الصكوك هو الفرق بين شراء الصكوك و ثمن بيعها مطروحاً منها المصروفات المتعلقة بالشراء.³
- تتميز بمخاطرتها المحدودة بالنسبة للمستثمرين, كما أنها ذات مرونة عالية في تحديد فترة السداد , كما يمكن تحديد نسبة الربح عند التعاقد.⁴

المطلب الرابع: إصدار وتداول الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: آلية إصدار الصكوك الإسلامية

بدايةً يقصد بإصدار الصكوك طرحها للإكتتاب من خلال الجهة والشركات الراغبة في إصدارها واستخدام حصيلتها في الدخول باستثمارات ومشاريع تدخل فيها صيغ التمويل الشرعية, والمكتتبين في هذه الصكوك يدخلوا كأطراف في هذه العقود وتكون لهم نسبة من الأرباح حسب حصتهم من الصكوك.⁵

أولاً: أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية

¹ فؤاد محمد أحمد محيسن, مرجع سابق, صفحة 28.

² المعايير- الشرعية, مرجع سابق, ص 239.

³ غزال, محمد, مرجع سابق, صفحة 94.

⁴ سوق فلسطين للأوراق المالية, وجهة نظر إسلامية في الأوراق المالية معاصرة, فلسطين, 2007, ص 21.

⁵ كتاف, شافية, مرجع سابق, والتي أخذت عن حسين حامد حسان, ماهية الصكوك الإسلامية وأهم القضايا المتعلقة بها, صفحة 21.

1) مصدر الصكوك

مصدر الصك ممكن أن يكون جهة أو شركة المكونة لمحفظة الصكوك التي تريد إصدارها وهو البائع الأصلي للأصول المراد تصكيكها، فيبيعها ويحصل مقابلها على نقود ليقوم باستثمارها وفق صيغ الإستثمار الشرعية، وعادة ما يكون المصدر فرد أو مؤسسة أو جهة حكومية.¹

2) وكيل الإصدار

وهو عبارة عن مؤسسة وسيطة تقوم بعملية الإصدار- بالإضافة الى جميع المهام والإجراءات نيابة عن الجهة المصدرة مقابل أجر محدد من نشرة الإصدار- بحيث تكون العلاقة بين مصدر الصك ووكيل الإصدار- على أساس وكالة بأجر.²

3) مدير الإصدار

وهو من الأطراف المساعدة في عملية التصكيك عبارة عن مؤسسة وسيطة تتوب عن المكتتبين حملة الصكوك في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر، كما تقوم بالتنسيق مع الأطراف المختلفة في عملية التصكيك.³

4) متعهد الإصدار

وهي المؤسسة الوسيطة التي تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها.

5) أمين الإستثمار

مؤسسة وسيطة عادة ما تكون بنك تتولى حفظ الأوراق المالية والوثائق والضمانات التي من شأنها تحمي مصالح حملة الصكوك، كما تشرف على مدير الإصدار، وذلك على أساس عقد وكالة بأجر تحدده نشرة الإصدار.⁴

6) مدير الإستثمار

هو الذي يقوم بأعمال الإستثمار- أو جزء منها ويتعين من جهة الإصدار، وذلك وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار-.

¹ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، صفحة 26/المعايير- الشرعية، مرجع سابق، صفحة 250.

² كتاف، شافية، مرجع سابق، صفحة 391.

³ المرجع السابق/غزال، محمد، مرجع سابق، صفحة 113./المعايير- الشرعية، صفحة 250.

⁴ كتاف، شافية، مرجع سابق، أخذت عن المعايير الشرعية، مرجع سابق، صفحة 325-326.

7) لجنة الرقابة الشرعية

وهي اللجنة التي يجب أخذ موافقتها حول الصكوك المراد إصدارها وتداولها بحيث أن تكون عملية التصكيك بكافة مراحلها مطابقة للأحكام والضوابط الصادرة عنها.¹

ثانياً: خطوات آلية إصدار الصكوك

1) إعداد التصور والهيكل التنظيمي الذي يمثل آلية الإستثمار بواسطة الصكوك ودراسة جميع الجوانب القانونية والشرعية وعمل دراسات جدوى وإدراج ذلك كله في نشرة الإصدار, ويتم ذلك من قبل الجهة الراغبة في إنشاء الصكوك بحيث تقوم بهذه العملية بنفسها أو بالإستعانة بمكتب لإجراء تلك الدراسات مقابل عمولة بالإضافة إلى ضرورة الإستعانة بهيئة شرعية للتأكد من سلامتها من أي خلل شرعي.

2) تصكيك الأصول ثم بيعها من خلال إنشاء شركة ذات غرض خاص من قبل الجهة المصدرة لإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء تلبي احتياجات المستثمرين ومن ثم إصدار مقابلها صكوك وبيعها . وبعد بيع الصكوك تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة محفظة الصكوك نيابة عن المستثمرين وتجميع عوائد الصكوك وتوزيعها عليهم.²

3) طرح الصكوك للإكتتاب بهدف جمع الأموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك وتسويقها إما من خلال طرحها للجمهور مباشرة أو من خلال بيعها للمصارف وبدوره يقوم بتسويقها للعملاء.

ثالثاً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك

حتى تستوفي الصكوك الإيجاب الشرعي لا بد من تطبيقها لبعض الشروط والأحكام المعروفة بشروط الإصدار وهي الشروط التي تتضمنها نشرة إصدار الصكوك والتي يترتب عليها حق كل من المصدر والمكاتب , ومن الضوابط الشرعية التي يجب توافرها لإصدار الصكوك³ :

1) يجوز إصدار الصكوك لاستثمار حصيلة الإكتتاب فيها لإقامة مشاريع وفق الصيغ الشرعية ويطبق عليها الضوابط الشرعية التي تشترط على العقد نفسه.

¹ غزال, محمد, صفحة 111.

² غزال, محمد, مرجع سابق, 119.

³ كتاف, شافية, مرجع سابق, صفحة 242.

- (2) أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أنشئت الصكوك لأجله , وتبقى الملكية لحامل الصك حتى نهاية المشروع ويترتب عليه كل الحقوق والواجبات والشروط المقررة .
- (3) يجب أن تشمل نشرة الإصدار- شروط التعاقد بكل ما يتعلق فيه سواء من الأطراف المشتركين وحقوقهم وواجباتهم وشروط تعيينهم وعزلهم.
- (4) كما تنص نشرة الإصدار على ضرورة وجود هيئة رقابة شرعية لتأكيد الإلتزام بأحكام ومبادئ التشريعية في عملية التصكيك .
- (5) تتولى الشركة المصدرة للصكوك الإدارة على أساس عقد المضاربة مقابل نسبة شائعة , أو ممكن أن تكون بشكل مستقل عن عقد المضاربة بحيث تكون وكالة بأجر.
- (6) من الطرق المشروعة للتحوط والتقليل من المخاطر- المتوقعة مثل تقلبات العوائد على الصكوك , هو إنشاء صندوق تامين تبادلي أعضائه حملة الصكوك بحيث يقتطع منهم نسبة معينة من العائد.

الفرع الثاني: تداول الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم التداول

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التداول بأنه: " التصرف بالحق الشائع الذي يمثله الصك بالبيع أو الرهن أو الهبة أو غيرها من التصرفات الشرعية"¹. وفي تعريف آخر "بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين"².

ويتحدد سعر الصكوك القابلة للتداول بسعر السوق الناتج عن تقييم الأصول, أما الصكوك غير القابلة للتداول فتحدد قيمتها من بسعر الإصدار المحدد في نشرة الإصدار.

ثانياً: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية:³

(1) يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات, بعد قفل باب الإكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط أما قبل بدء النشاط فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديون أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.

¹ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, صفحة 235.

² غوال, محمد, مرجع سابق, وأخذ عن عبدالله المطلق, مرجع سابق, صفحة 19.

³ المعايير- الشرعية, مرجع سابق, صفحة 296-297. لم يكتب بتصريف.

(2) في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار- الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك بعد إتمام عملية الإصدار, بسعر السوق, ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الإسمية للصك.

(3) يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع مثل القيد في السجلات أو الوسائل الإلكترونية أو المناولة إذا كانت لحاملها.

(4) يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان وملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارتها , فإذا أعيدت الأجرة كان الصك ممثلاً للأجرة , وهي دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

(5) لايجوز تداول منافع الأعيان وملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف في الذمة قبل تعيين الطرف الذي تستوفي منه الخدمة أو العين إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون , فإذا تعينت جاز التداول في الصكوك.

(6) لا يجوز تداول صكوك السلم, وصكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري, أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري يجوز التداول.

(7) في الصكوك التي مبناهما النقود , وبقيت على هيئة نقود بعد الإكتتاب وقبل مباشرة العمل تعتبر مبادلة نقد بنقد وبالتالي تجري عليها أحكام الصرف.

(8) يجوز تداول صكوك الموجودات اذا كانت مختلطة بين الديون والنقود والأعيان لكن اختلف الفقهاء على نسبة كل واحد منهم حتى يكون التداول مقبول.

المطلب الخامس: تطور التعامل بالصكوك الإسلامية وأثرها

على أسواق الأوراق المالية

تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية المستجدة التي لاقت رواجاً عالياً وانتشاراً واسعاً خلال فترة وجيزة وجذبت الكثير من المتعاملين فيها باعتبارها توفر- حلاً للأفراد والشركات التي ترغب في التعامل بالمعاملات المالية الإسلامية بعيداً عن الربا المحرم, وسعت دول عربية وأجنبية كذلك لتطبيقها نظراً لما لها من أهمية كبيرة جداً في الإقتصاد وتنميته واستثمار- فائض السيولة , فكان استخدام الدول للصكوك في تمويل المشاريع والأنشطة الإستثمارية في مجالاتها المتعددة , بالإضافة إلا أن استعمالها يعتبر- فرصة لاندماج الأسواق المالية الإسلامية بالأسواق

العالمية وهذا ما نشهده الآن فمن الأمثلة على الدول التي تعتبر الرائدة في إصدار الصكوك وتمتلك أكبر الأسواق المالية هي ماليزيا . وكثير من الدول كذلك طورت تعاملها بالصكوك في العديد من المجالات .

وكما بينت سابقاً في خصائص الصكوك أنها تقوم على أساس المشاركة بالأرباح بنسب ثابتة على العكس من أدوات التمويل الأخرى كالأسهم , بالإضافة إلى أنها أقل مخاطرة . والسبب الأساسي في تطور- والتوسع في استخدامها يرجع إلى وجود سيولة كبيرة لدى البنوك والشركات التي ترغب بالإستثمار في أدوات تتوافق مع الشريعة الإسلامية.¹

ومن النماذج على إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في بعض الدول :

(1 المملكة الأردنية الهاشمية: أعلنت عن إدراجها للإصدار- الأول للصكوك الإسلامية في بورصة عمان في عام 2016 والذي بدأ التداول فيها في 2018 وبلغ عددها 34 ألف صك وبقيمة اسمية ألف دينار للصك الواحد , والعائد السنوي مقداره 3.01% .²

(2 الإمارات العربية المتحدة: وتعتبر من الدول العربية الأولى في هذا المجال , وأقيم فيها البنك الذي يتعامل في الصكوك وهو بنك دبي الإسلامي وغيرها من البنوك وقد استفادت من هذه الصكوك بشكل كبير , وقد ساهمت هذه الصكوك الإسلامية في تمويل العديد من المشروعات مثل مشروع ميناء خليفة والمناطق الحرة بحوالي 10 مليار دولار . وفي الأسواق المالية انطلقت الصكوك الإسلامية من إمارة دبي كذلك في سوق دبي المالي ذات الإصدار- الأكبر للصكوك الإسلامية على مستوى العالم وحيث طرح حوالي 4.25 مليار دولار في عام 2017 , وبدا نشاطه في عام 2007 في إصدار هذه الصكوك كما تم طرح معيار بشأن إصدار وتملك وتداول الصكوك في 2013 .³

(3 المملكة المتحدة: بدأ ظهور التمويل الإسلامي في بريطانيا عام 1980 كما أنشئ أول بنك إسلامي عام 1982 وهو بنك البركة الإسلامي وقدمت الكثير من الخدمات المالية الموافقة لأحكام الشريعة فقد سعت بريطانيا منذ عام 2003 إلى عدم وجود تفرقة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية فيما يتعلق بالقوانين والتسهيلات المقدمة لكل قطاع . وفي ما يخص الصكوك الإسلامية فتعتبر بريطانيا أول دولة خارج العالم الإسلامي تصدر صكوكاً إسلامية والتي تعتبر الأساس لسوق التمويل الإسلامي, وبورصة لندن هي المكان الرئيسي لإصدار وتداول الصكوك

¹ أ.عبدالقادر خدواي مصطفى و أ.بزيرية محمد, مرجع سابق, صفحة 9, يتصرف

² الموقع الإلكتروني لبورصة عمان <https://www.ase.com.jo>

³ سوق دبي المالي, التقارير السنوية للصكوك الإسلامية

وأول صك إسلامي تم إصداره في بورصة لندن كان لدولة الإمارات بقيمة 200 مليون دولار عام 2007، وبعد عام 2008 تم إصدار قرارات جديدة خاصة بمنح إعفاءات ضريبية على الصكوك الإسلامية وهو ما اعتبره الخبراء أهم إجراء اتخذته لندن لتشجيع نمو المصارف الإسلامية ولجذب رؤوس أموال المدخرين، كما تم إصدار صكوك المشاركة في عام 2010، وكان هناك عشرة صكوك متداولة في بورصة لندن بقيمة 5.1 بليون دولار عام 2011، وتم إضافة اثنين آخرين بداية عام 2012 ووصل عدد الصكوك إلى 37 صك بالبورصة وبقيمة 20 بليون دولار عام 2012، وفي عام 2014 أصبحت بريطانيا المركز الغربي للتمويل الإسلامي فقد بلغت قيمة الإصدار للصكوك السيادية حوالي 200 مليون جنيه استرليني تستحق في 2019. وتلقت الصكوك حينها طلباً عالياً، حيث بلغ مجموع الطلبات 2.3 مليار جنيه استرليني، وبنسبة عائد 2.036%، واستمر إصدارها للصكوك حتى السنة الحالية. وهذا بدوره يعطي مثلاً وليلاً واضحاً على مدى التأثير الكبير للصكوك الإسلامية وما لها من دور وقدرة على جذب المدخرات المالية واستثمارها، والكفاءة في جذب الأموال من أصحاب الفوائض المالية واستقطاب المستثمرين من أصحاب العجز المالي وذلك بقيامهم بإصدار الصكوك الإسلامية، وهذا كله يثبت في توجه دولة كبيرة وغير إسلامية في رغبتها باستخدام الصكوك الإسلامية.

(4) ماليزيا: تعتبر ماليزيا من الدول السبّاقة في تطبيق التمويل الإسلامي حيث تعود نشأة الأنشطة الإستثمارية الإسلامية إلى الستينيات، أما البداية الحقيقية للعمل المصرفي فتعود للثمانينات التي تمثلت بإصدار قوانين بذلك بالإضافة إلى إنشاء أول مصرف إسلامي ماليزي وشركات تأمين إسلامية. لكن التطور الحقيقي ظهر في تعامل بالصكوك الإسلامية والذي بدأ في أوائل التسعينات فقد تم إصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول للمرة الأولى في السوق المحلي عام 1990، وتبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية مما أدى إلى تعميق سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، وهي البلد الأول في إصدار الصكوك كونها تحتوي على سوق مالية إسلامية أصلاً. فقد بلغ عدد الصكوك المصدر حتى عام 2014 إلى 3310 والبالغة قيمتها

451 مليار دولار¹. كما شهدت السوق الرئيسية للصكوك في ماليزيا انتعاش اقتصادي بعد الأزمة العالمية عام 2008 وحافظت على حجم الإصدار لما لها من قاعدة واسعة من المستثمرين وهذا يدل كذلك على أن تعاملها في الصكوك كان له تأثير إيجابي ودور- في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية بشكل عام سوق الأوراق المالية بشكل خاص. ومن آثار الصكوك كذلك هو نسبة الناتج المحلي الإجمالي والتي بدأت بالنمو والإرتفاع مع استخدام الصكوك²

¹ CIMB ISLAMIC (2016), Malaysia Islamic Finance Report 2015, Mainstreaming Islamic finance within

.Global Financial System, page: 220

² غزال, محمد, مرجع سابق, صفحة 207.

الخاتمة

النتائج والتوصيات

النتائج :

تتلخص نتائج الدراسة في الأمور التالية :

1. الصكوك الإسلامية أداة مالية شرعية بديلة عن الأسهم والسندات مفيدة لتمويل المشاريع والإستثمارات بصيغ التمويل الإسلامية المختلفة لجذب الراغبين في الإستثمار بعيداً عن الربا المحرم.
2. كثير من الدول العربية والأجنبية لجأت للتعامل في الصكوك الإسلامية لما لها من أثر كبير جداً على الإقتصاد والتنمية الإقتصادية وتطوير وتفعل الأسواق المالية.
3. تعدد وتنوع الصكوك الإسلامية يفتح مجالات كثيرة للإستثمار- للشركات والأفراد.
4. الصكوك الإسلامية أقل خطورة وأكثر سيولة من الأسهم والسندات.

التوصيات :

1. زيادة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية واعتبارها أداة تمويل أساسية في أغلب الدول.
2. دراسة التحديات والمعوقات التي تواجه سوق رأس المال بشكل عام وأسواق الصكوك بشكل خاص والعمل على معالجتها.
3. حث الدول النامية وتشجيعها على الإستثمار- بالصكوك.
4. تطوير- أساليب وطرق جديدة لتداول الصكوك في الدول المتعاملة بها كاستخدام نظام التداول الآلي كما هو مطبق لغيرها من الأدوات المالية.

قائمة المراجع والمصادر:

أولاً: المراجع العربية

1- الدوريات

- الجورية, أسامة, عبدالحليم(2009), صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد, رسالة ماجستير في الدراسات الإسلامية, معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية, دمشق.
- الحنيطي, هناء, (2015), دور الصكوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة), الاردن
- العلاونة, رانيا, (2005), إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية (حالة الأردن), رسالة ماجستير, جامعة اليرموك, كلية الشريعة, الأردن.
- بوكساني, رشيد, (2006) معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها, رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية, جامعة الجزائر, غير منشورة.
- سمور, نبيل, (2007), سوق الاوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق, رسالة ماجستير, الجامعة الإسلامية- غزة, فلسطين.
- شريط, صلاح الدين, (2012), دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية, رسالة ماجستير, جامعة الجزائر, الجزائر.
- غزال, محمد, (2013), دور الصكوك الإسلامية في تفعيل دور سوق الأوراق المالية "دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية", رسالة ماجستير, جامعة فرحات عباس, الجزائر.
- كتاف, شافية, (2014), دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية, أطروحة دكتوراه, جامعة سطيف 1, الجزائر.
- أ.عبدالقادر خداوي مصطفى و أ.بزيرية محمد, الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية", الأدوات المالية الإسلامية بين محدودتي التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية, يوم 5-6 ماي 2009, معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, الجزائر.
- طرافي, يوسف, (2015), دور الصكوك المالية الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة ماليزيا خلال الفترة (2009-2014), رسالة ماجستير, جامعة محمد بوضياف-المسيلة, سطيف, الجزائر.

- علاء الدين زعتري, " الصكوك تعريفها, أنواعها, أهميتها, دورها في التنمية, حجم إصداراتها, تحديات الإصدار", ورقة عمل مقدمة إلى ورشة: "الصكوك الإسلامية, تحديات, تنمية, ممارسات دولية", الأردن, 2010.
- وليد خالد الشايجي و عبدالله يوسف الحجي, "صكوك الإستثمار الشرعية", ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر " المؤسسات المالية الإسلامية", الإمارات, 2005.
- صفية أحمد أبي بكر, "الصكوك الإسلامية", مؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول, دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي, الإمارات, 2009, صفحة 14.

2- الكتب

- ابن منظور, لسان العرب المحيط, دار الجبل, بيروت, 1988 .
- أبو موسى, رسمية, أحمد, (2005), الأسواق المالية والصيرفة, ط1, الأردن, دار المعترف للنشر والتوزيع.
- البراوري, إسلام, (2002), بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي, ط1, دمشق, دار الفكر المعاصر.
- البصمان, محمد, مبارك, (2011), صكوك الإجارة الإسلامية دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية, ط1, عمان الاردن, دار النفائس للنشر .
- الشرباصي, أحمد, (1981), المعجم الإقتصادي الإسلامي, ط1, القاهرة, دار الجيل.
- القرني, محمد علي, (2009), الصكوك الإسلامية "التوريق" وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها, مجمع الفقه الإسلامي, ط1, الشارقة الإمارات.
- القره داغي, علي, محي الدين "بحوث في فقه البنوك الإسلامية-دراسة فقهية واقتصادية", ط1, لبنان, دار البشائر الإسلامية.
- حردان, طاهر, حيدر, (2002), مبادئ الإستثمار, ط1, عمان الأردن, دار المستقبل للنشر والتوزيع
- حناوي, محمد, صالح, (2005), الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها, ط1, الإسكندرية, الدار الجامعية.
- رشوان, هدى, محمد, (1998), مقدمة في الاسواق المالية, ط1, القاهرة, مكتبة عين شمس.

- رضوان, سمير, عبد الحميد, (2005), المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها, ط1, السعودية, الرياض, دار النشر للجامعات.
- سليمان, مبارك, سليمان محمد, (2005), كتاب أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة الجزء الأول, ط1, الرياض, دار كنوز أشبيليا للنشر.
- شريط, صلاح الدين, أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية, ط1, الجزائر, دار- حميثرا للنشر.
- عبد القادر, متولي, (2010), الاقتصاد الدولي النظرية والسياسة, ط1, دار الفكر ناشرون وموزعون .
- عطية, أحمد, صالح (2003), مشاكل المراجعة في أسواق المال, ط1, دار الجامعية للنشر.
- فواز, مبارك, (2010), الأسواق المالية من منظور إسلامي, ط1, مركز النشر العلمي, جدة.
- كافي, مصطفى, يوسف, (2009), بورصة الأوراق المالية, ط1, سوريا-دمشق, دار رسلان.
- مشهور, دعاء, محمد, (2016), كتاب المالك المسجل والمالك المستفيد في سوق الأوراق المالية, ط1, القاهرة, مكتبة الأنجلو.
- هوشيار, معروف, (2003), الإستثمار والأسواق المالية, ط1, عمان-الاردن, دار الصفاء للنشر والتوزيع.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية, (2014), المعايير- الشرعية, ط1, البحرين.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- CIMB ISLAMIC (2016), Malaysia Islamic Finance Report 2015, Mainstreaming Islamic finance within Global Financial System.
- Frank J. Fabozzi & Pamela P. Peterson, Analysis of financial statement, Op Cit.
- Badger.E. ralph , Torgerson.W.harold , Guthmann.G.hary , Investment principles & practices, 6th addition, 1969.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية

- 19/4/2020 بتاريخ <https://www.londonstockexchange.com> -
- 20/4/2020 بتاريخ [/https://www.ase.com.jo](https://www.ase.com.jo) -
- 20/4/2020 بتاريخ <https://www.dfm.ae/ar> -

