

جامعة 8 ماي 1945
قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان

دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي

–دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2000 – جوان 2019]–

إشراف الأستاذة:

عديلة مريم

إعداد الطالبة:

بريكة بوقرة

السنة الجامعية: 2018-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دعاء دعاء

يا رب

إِذَا أَعْطَيْتَنِي نَجَاةً فَلَا تَأْخُذْ

تَوَاضَعِي وَإِذَا أَعْطَيْتَنِي

تَوَاضَعَا

فَلَا تَأْخُذْ مِنِّي اعْتِزَايَ

بِكِرَامَتِي

يَا رَبِّ عَلِّمْنِي أَنْ أَحِبَّ النَّاسَ

كَمَا أَحِبُّ

التشكرات



وقل ربّي زدني علما

"اللهم لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت

ولك الحمد بعد الرضا"

الحمد لله عز وجل الذي أنعم عليّ بنعمة العلم ووفّقني

إلى بلوغ هذه الدرجة

ثم جزيل الشكر والعرفان

إلى أستاذتي المشرفة: **"الدكتورة عديلة مريمك"**

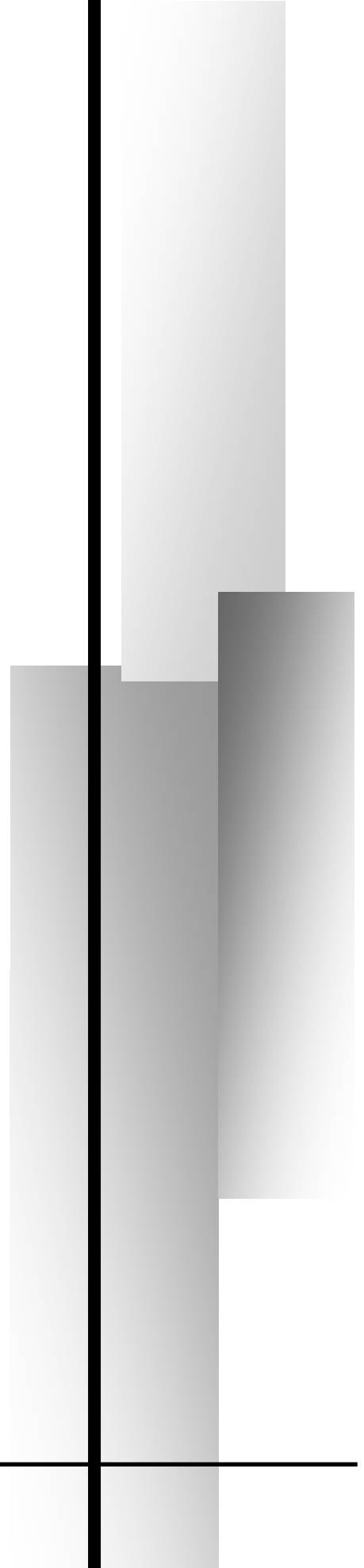
التي تفضلت عليّ بالإشراف وأمدتني بالتوجيهات القيمة

لإنجاز هذه المذكرة

جزى الله خيرا كل من ساعدني من قريب أو بعيد

على إنجاز هذا العمل

الفقه ارسى





فهرس المحتويات

بسملة.....	02
شكر وعرفان.....	03
I..... فهرس المحتويات	03
IV..... فهرس الجداول	05
V..... فهرس الأشكال	06
أ..... المقدمة العامة	07

الفصل الأول: تعاملات السوق المالي الإسلامي

تمهيد.....	02
المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي الإسلامي.....	03
المطلب الأول: ماهية السوق المالي الإسلامي.....	03
الفرع الأول: نشأة السوق المالي الإسلامي.....	03
الفرع الثاني: مفهوم السوق المالي الإسلامي.....	05
الفرع الثالث: خصائص السوق المالي الإسلامي.....	06
المطلب الثاني: دواعي، مقومات، وشروط قيام السوق المالي الإسلامي.....	07
الفرع أولاً: الأسباب الداعية لإقامة السوق المالي الإسلامي.....	07
الفرع ثانياً: مقومات إقامة السوق المالي الإسلامي ومتطلباته.....	08
الفرع ثالثاً: شروط قيام السوق المالي الإسلامي.....	09
المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالي الإسلامي والضوابط الشرعية للتعامل فيه.....	10
الفرع الأول: أهمية السوق المالي الإسلامي.....	10
الفرع الثاني: وظائف السوق المالي الإسلامي.....	12
الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للتعامل في السوق المالي الإسلامي.....	13
المطلب الرابع: تقنيات عمل السوق المالي الإسلامي.....	16
الفرع الأول: الهيكل التنظيمي (تنظيم) السوق المالي الإسلامي.....	16
الفرع الثاني: نظام تشغيل السوق المالي الإسلامي.....	21



26	الفرع الثالث: طرق تحديد الأسعار في السوق المالي الإسلامي.....
28	المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي.....
28	المطلب الأول: ماهية الأدوات (المنتجات) المالية الإسلامية.....
28	الفرع الأول: مفهوم الأدوات (المنتجات) المالية الإسلامية وخصائصها.....
29	الفرع الثاني: مراحل تقويم الأدوات (المنتجات) المالية الإسلامية.....
30	الفرع الثالث: شروط نجاح الأدوات المالية الإسلامية.....
30	المطلب الثاني: الأسهم (أدوات الملكية).....
30	الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها.....
31	الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم.....
32	الفرع الثالث: تصنيفات (أنواع) الأسهم.....
37	المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية (أدوات الدين).....
37	الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.....
44	الفرع الثاني: آلية التعامل بالصكوك الإسلامية.....
48	الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وتحديات تطويرها.....
64	المطلب الرابع: كيفية تفعيل السوق المالي الإسلامي عن طريق الأدوات المالية الإسلامية.....
64	الفرع الأول: توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي.....
65	الفرع الثاني: اتساع وعمق السوق المالي الإسلامي.....
67	الفرع الثالث: رفع كفاءة السوق المالي الإسلامي والتوزيع العادل للثروة.....
69	الفرع الرابع: المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.....
72	الخلاصة.....

الفصل الثاني: تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية

74	تمهيد.....
75	المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الخرطوم للأوراق المالية.....
75	المطلب الأول: ماهية سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
75	الفرع الأول- التطور التاريخي لنشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
80	الفرع الثاني- أغراض وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية.....



87	الفرع الثالث- مؤشرات سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
93	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
93	الفرع الأول- الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية
94	الفرع الثاني- الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية
104	الفرع الثالث- الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
105	المطلب الثالث: نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.....
106	الفرع الأول- نشاط السوق الأولي.....
107	الفرع الثاني- نشاط السوق الثانوي.....
109	الفرع الثالث- نشاط السوق الثالث
112	المبحث الثاني: دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية
112	المطلب الأول: مؤشرات الكفاءة.....
112	الفرع الأول- مؤشرات حجم السوق.....
115	الفرع الثاني- مؤشرات سيولة السوق.....
118	الفرع الثالث- درجة تركيز السوق.....
119	المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة
120	الفرع الأول- منهج الدراسة التطبيقية.....
123	الفرع الثاني- تقدير متغيرات الدراسة
122	الفرع الثالث- تقدير وتقييم النماذج المفسرة للدراسة.....
129	المطلب الثالث: تحليل وتفسير (مناقشة) نتائج الدراسة.....
130	الفرع الأول- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية.....
132	الفرع الثاني- تفسير نتائج الدراسة التطبيقية.....
133	الخلاصة.....

135 الخاتمة العامة

قائمة المصادر والمراجع

اللاحق



فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
38	التاريخ الشرعي للصكوك	1-1
47	مقارنة خصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم	2-1
62	مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية	3-1
86	نشاط شركة ترويج للاستثمار المالي للفترة [2017-2009]	1-2
87	تطور رأس المال السوقي خلال الفترة [2000- الربع الأول 2019]	2-2
93	تطور المؤشر العام (الخرطوم 30) للفترة [2003- نهاية الربع الأول 2019م]	3-2
93	تطور تداول الأسهم للفترة [2000- 2017م]	4-2
95	موقف شهادات مشاركة البنك المركزي "شتم" للفترة [2004-2003]	5-2
96	مبيعات شهادات مشاركة الحكومة "شهامه" للفترة [2017-2003]	6-2
97	إصدارات شهادات مشاركة الحكومة "شهامه" للفترة [2017-2010].	7-2
98	مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية "صرح" للفترة [2017-2003]	8-2
100	موقف شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" للفترة [2015-2006]	9-2
101	مبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبتروال للفترة [2015-2010]	10-2
102	تطور مبيعات شهادات "نور" خلال الفترة [2015-2012]	11-2
103	مبيعات شهادات "شاشة" للفترة [2017-2015]	12-2
103	أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية	13-2
105	نشاط الصناديق الاستثمارية للفترة [2017-2013]	14-2
106	قيمة إصدارات السوق الأولي خلال الفترة [2017-2000]	15-2
106	نشاط السوق الأولي خلال الفترة [2003- الربع الأول 2019]	16-2
107	نشاط السوق الثانوي خلال الفترة [2000- الربع الأول 2019]	17-2
108	معدلات التداول اليومية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2017-2007]	18-2
109	التحويلات خارج قاعة التداول للفترة [2017-2000]	19-2
110	الأسهم المودعة بسوقي الخرطوم ، أبوظبي	20-2
111	الأسهم المودعة بسوقي الخرطوم، دبي	21-2
113	معدل الوسلة السوقية للفترة [2017-2001]	22-2

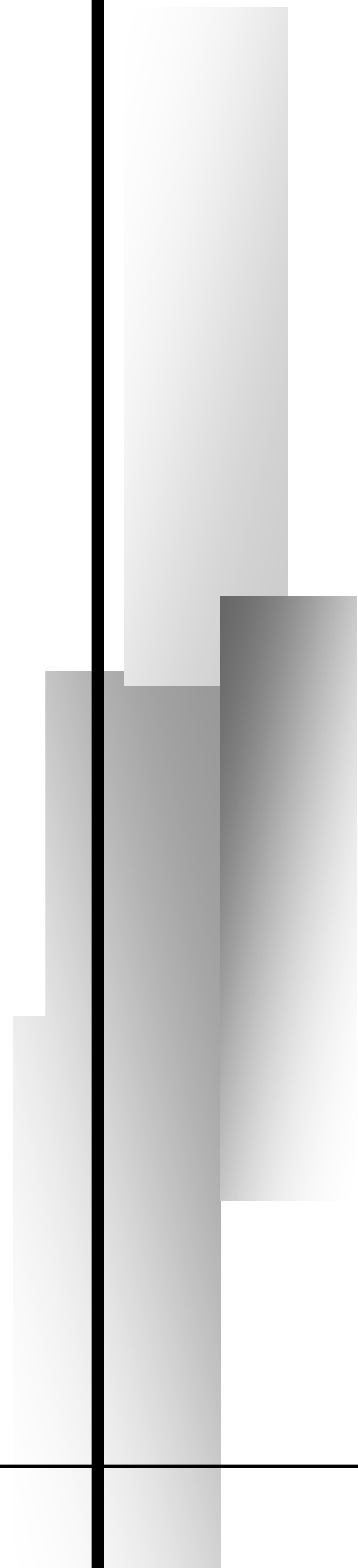


114	عدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2000-2017]	23-2
116	نسبة التداول للفترة [2000-2017]	24-2
117	مؤشر الصفقات للفترة [2000-2017]	25-2
118	درجة تركيز سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2015-2017]	26-2
123	عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة	27-2
123	اختبار (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية عند المستوى	28-2
124	اختبار (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية عند الفرق الأول	29-2
129	اختبار جودة نماذج الانحدار	30-2

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
23	أوامر السوق المالي	1-1
89	تطور رأس المال السوقي خلال الفترة [2000- الربع الأول 2019]	1-2
92	تطور مؤشر الخرطوم (kh30) للفترة [2003-27 جوان 2019]	2-2
115	تطور عدد الشركات المدرجة للفترة [2000-2018]	3-2
126	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الأول	4-2
127	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الثاني	5-2
129	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الثالث	6-2

المقدمة العامة



المقدمة العامة:

نتج عن التطورات المتلاحقة في المجالات الاقتصادية، والصناعية والاجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، وأحد هذه الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي الأسواق المالية التي برزت أهميتها نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة، والجمع بين أصحاب الفوائض والحاجات المالية من جهة، ونتيجة لدورها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة من جهة أخرى، وذلك عن طريق الأوراق المالية المصدرة من طرف المنشآت والتي يتم تداولها في السوق المالي، وقد حظيت هذه الأسواق بالاهتمام البالغ نظرا للدور الأساسي الذي تلعبه كوسيط في انتقال رؤوس الأموال وتحويلها من أصحاب الفوائض التمويلي إلى أصحاب العجز التمويلي، من أجل تعبئة وتمويل المشروعات ولخدمة أهداف التنمية الاقتصادية، أي أنها تلعب دورا هاما في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي من خلال توفير الموارد المالية لتمويل الاقتصاد وتطوير وإنعاش الاستثمار وبناء اقتصاديات متينة، الأمر الذي جعل ضرورة توافر المقومات لنجاح هذه الأدوار، وما لها من دور كبير في تخفيض تكاليف الاستثمار بالأوراق المالية، وجذب العديد من المستثمرين الجدد، وزيادة شفافية وسرعة الحصول على معلومات الأسعار المعروضة والمطلوبة للأوراق المالية وبالتالي زيادة كفاءة وأداء هذه الأسواق.

فأسواق المال توصف بأنها مرآة عاكسة للاقتصاد، وذلك بالنظر للدور الهام الذي تقوم به سواء فيما يتعلق بالاحتياجات التمويلية للمشاريع الإنتاجية للدولة ودورها في كفاءة إدارة الدين العام، أو لدورها في تفعيل دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية.

كما تعمل البنية المالية على خلق البيئة القانونية والمؤسسية المحفزة للاستثمارات المحلية والأجنبية على حد سواء من خلال تطبيق القوانين الملزمة، وتقوم بدور رئيسي فيما يتعلق بتعميم المدخرات الوطنية وتوجيهها بالطريقة المثلى نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتساهم كذلك في جذب الاستثمارات الأجنبية التي تعمل على تسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الاقتراض من الخارج، كما تتيح تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل.

ويحاول هذا البحث الخوض في طبيعة الأسواق المالية الإسلامية ومدى الحاجة إليها ، بتوضيح مفهوم السوق المالي الإسلامي ومبادئه ومقوماته وتوضيح الأسباب التي دعت إلى إنشائه، مع بيان شروط عملها وضوابطها الشرعية، وأهم التحديات التي تواجه إقامتها، فقد جاء البحث للتأكيد على أن الأسواق المالية الإسلامية باتت حاجة ملحة للأمم الإسلامية لإسهامها في تنمية اقتصاد الدول الإسلامية على الرغم من وجود تحديات ومعوقات تواجهها إلا أن فرص نجاحها كبيرة إذا ما طبقت أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية على معاملاتها وأدواتها المالية.



1- إشكالية الدراسة:

تتمحور إشكالية الدراسة حول السؤال الرئيسي التالي:

- ما مدى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية؟
وتندرج ضمن هذه الإشكالية مجموعة من الإشكاليات الجزئية التي يمكن طرحها كالتالي:
- ✓ فيما تتمثل الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية؟
 - ✓ كيف تؤثر الأدوات المالية الإسلامية المتداولة على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

2- فرضيات الدراسة:

انطلاقاً من الإشكاليات السابقة فإن هذه الدراسة تقوم على اختبار الفروض التالية:

- ✓ يقدم سوق الخرطوم للأوراق المالية أدوات مالية إسلامية موافقة للشريعة الإسلامية.
- ✓ تستطيع الأدوات المالية الإسلامية تمويل عجز الموازنة والمشاريع العامة للدولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية عن طريق الصكوك الإسلامية السيادية خاصة.
- ✓ تُكسب الأدوات المالية الإسلامية سوق الخرطوم للأوراق المالية فعالية عالية (كبيرة).

3- مبررات اختيار مكان وفترة وعينة الدراسة:

تم اختيار سوق الخرطوم للأوراق المالية لإجراء الدراسة التطبيقية عليه باعتباره أحد الأسواق المالية الإسلامية الثلاثة الموجودة في العالم بالإضافة لسوق إيران وباكستان، حيث يتوفر على صفات ومميزات كثيرة، أهمها تمُّيُّّهُ بالنشر والإفصاح المنتظم للمعلومات والبيانات (الشفافية والإفصاح)، بمعنى إمكانية الحصول على المعلومات اللازمة للبحث بسهولة، مما يدعو ويحث ويجفز على محاولة التعرف عليه أكثر، وعلى كل ما يتعلق به، كونه سوق مالي نشط، يتميز بحجم تداول كبير وعدد مؤسسات مدرجة معتبر (لا بأس به).

4- إطار الدراسة: ينقسم إطار الدراسة إلى:

أ- الإطار المكاني للدراسة: يتمثل الإطار المكاني للدراسة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في السودان؛

ب- الإطار الزمني للدراسة: أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للدراسة فقد حدد ب 20 سنة، يمتد من عام 2000م إلى غاية عام جوان 2019م، وخلال هذه الفترة سيتم التعرف أكثر على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية وكل ما يتعلق به من مؤشرات وتداولات، ومعرفة العلاقة الموجودة بينها، ومدى تأثيرها على السوق، ويعود السبب الرئيسي لاختيار فترة الدراسة إلى توفر المعطيات والبيانات المطلوبة لقياس مؤشرات كفاءة وأداء سوق الخرطوم للأوراق المالية، ولم يتم استبعاد السنة الحالية للدراسة 2019م رغم أنها سداسي فقط، رغبة في إثراء البحث أكثر، وحتى يستفيد القارئ والباحث المستقبلي من المعلومات والمستجدات الأخيرة.

5- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في كونها تتناول موضوعاً محورياً، ألا وهو تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية خاصة منها الصكوك الإسلامية السيادية باعتبارها أهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية بالإضافة إلى صكوك صناديق الاستثمار والأسهم، والتي ازداد اهتمام الدول بها، لأنها تمثل الأداة المناسبة لتوفير السيولة المالية اللازمة لتمويل المشاريع الحكومية التنموية، ومن ثم معالجة العجز في الموازنة العامة للدولة، خاصة في ظل أزمة الديون السيادية التي ضربت العديد من البلدان منها السودان خاصة، وهو محور الدراسة.

كما تندرج أهمية البحث أيضاً في عدم وجود دراسات مفصلة تشير إلى درجة تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية، فهذا البحث هو محاولة للفت الانتباه وتوجيه الأذهان إلى أهمية سوق الخرطوم للأوراق المالية للاهتمام به، ومحاولة لإصلاح الأخطاء التي تعترضه، وكذا الثغرات الموجودة فيه. أي أنه يمكن حصر هذه الأهمية في:

- ✓ تسليط الضوء على أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ إحساس الطالب بأهمية هذا السوق في تمويل الاستثمارات والرغبة الشخصية في ولوج مجال البورصات؛
- ✓ مساعدة صناع القرار والسياسة بدور السوق المالي في التنمية الاقتصادية؛
- ✓ المساهمة في إيجاد الحلول لبعض المشاكل التي تواجه أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ إثراء المكتبات ببحوث تتعلق بدور الأدوات المالية الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

6- أهداف الدراسة:

يمكن تلخيص أهم أهداف الدراسة فيما يلي:

- ✓ التعرف على أهم الأدوات المالية الإسلامية التي يقدمها سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ مناسبة الأدوات المالية الإسلامية خاصة الصكوك الإسلامية السيادية لتمويل المشاريع الحكومية؛
- ✓ دراسة مدى تأثير هذه الأدوات المالية الإسلامية على كفاءة وفعالية سوق الخرطوم للأوراق المالية.

7- منهج الدراسة:

سيتم إتباع المنهج الوصفي التحليلي لكونه يتماشى وطبيعة الموضوع، ويمكن من توضيح الجوانب النظرية للدراسة، حيث يهتم بتجميع البيانات والمعلومات، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالسوق المالي الإسلامي، الأدوات المالية الإسلامية، وسوق الخرطوم للأوراق المالية (دراسة تجريبية السودان في السوق المالي الإسلامي من خلال دراسة مفصلة لسوق الخرطوم للأوراق المالية).



كما سيتم إتباع المنهج الإحصائي الرياضي في الجانب التطبيقي من الدراسة، باستخدام الطرق الإحصائية القياسية والوسائل الرياضية لاختبار مدى كفاءة وفعالية سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقياس مدى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

8- أدوات الدراسة و أساليب تحليل البيانات:

لاختبار فرضيات الدراسة وتحليل العلاقة المشار إليها سابقا، سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على:

أ- مصادر المعلومات والبيانات المتمثلة أساسا في:

- ✓ بعض مؤشرات السوق المالي لقياس كفاءة وفعالية سوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ التقارير السنوية لبنك السودان المركزي؛
- ✓ الموقع الرسمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية؛
- ✓ الجهاز المركزي للإحصاء في السودان؛
- ✓ المواقع الإلكترونية المتعلقة بموضوع الدراسة كموقع شهامة لشركة السودان للخدمات المالية المحدودة مثلا وغيرها.

ب- أدوات التحليل المتمثلة فيما يلي:

- ✓ أدوات الإحصاء الوصفي المختلفة؛
- ✓ نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة؛
- ✓ الجداول والأشكال والمنحنيات البيانية؛
- ✓ جدول t ستيودنت، وجدول f فيشر؛
- ✓ جدول إحصائية Durbin – Watson؛
- ✓ برنامج Eviews 10 لتقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.

9- الدراسات السابقة:

إن موضوع دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي لا يزال قيد البحث، وقد قام العديد من الباحثين بدراسته من جوانب متعددة، وهناك بعض البحوث والدراسات التي تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

أ- الدراسة التي أجراها مجمع الفقه الإسلامي في قراره بشأن إقامة سوق مالي إسلامي:

يمكن وصفها بأنها دراسة شاملة من الناحية الشرعية البحتة، حيث صدر عن هذه الندوة التي تناولت التطبيقات الشرعية لإقامة السوق المالي الإسلامي قرار مهم لخص أهم المقومات والأسس الشرعية التي يجب أن يقوم عليها هذا السوق، منها:

- ✓ ضرورة الإفادة من الصيغ التي يكتمل بها السوق المالي الإسلامي، وهي الأسهم، والصكوك والعقود



الخاصة لإقامة السروق المالي الإسلامي على أسس شرعية؛

✓ الإفادة من العقود الشرعية في إقامة هذا السوق والتي من أهمها : عقد السلم، عقد الاستصناع، البيع الآجل، الوعد والمواعدة¹.

ب- دراسة أبو ذر مجذوب محمد عثمان:

تناولت هذه الدراسة تقويم سوق الخرطوم للأوراق المالية - من حيث الأداء والفعالية- ديسمبر 2004م، وتتركز هذه الدراسة على قياس الأداء في سوق الخرطوم للأوراق المالية ودراسة المؤشرات، وحالات المضاربة فيها، ومحاولة الخروج بنتائج توضح أسباب الخلل في الأداء، وذلك عبر دراسة متأنية لأوضاع السوق، وتمثلت نتائج هذه الدراسة في النقاط التالية:

✓ ضعف الأداء لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية وذلك بناء على اختبارات القياس للأسعار في السوق؛

✓ ظهور المضاربة في بعض الأسهم والتي تؤدي في بعض الأحيان لإعطاء مؤشرات خاطئة عن القيم

الحقيقية للأسهم؛

✓ محدودية التعامل في سوق الخرطوم للأوراق المالية والتي تنحصر في عدد محدود من الأسهم؛

✓ ضعف الكادر المؤهل أكاديميًا وفتيًا لمعظم موظفي السوق والتي تنعكس في أداء السوق عمومًا؛

✓ قلة الوعي الاستثماري عند الجمهور وخاصة في مجال البورصة والأوراق المالية؛

✓ قلة المعلومات عن الطرق المستخدمة في قياس المؤشر، وكذلك المعلومات المتعلقة عن بنك الاستثمار

ودوره في الترويج وآلية عمله؛

✓ لم يقدم السوق أي إضافات حقيقية في مجال الاستثمار، ويظهر ذلك في السوق الأولي حيث لم يتم

حتى الآن طرح أي شركة جديدة للتداول عبر السوق.

ج- دراسة هند يوسف سليمان أبو قرون:

تناول هذا البحث دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية في السودان للفترة

[1998-2017] في المؤتمر العلمي العالمي الرابع لدور الاقتصاد الإسلامي في بناء اقتصاديات الدولة بجمعة أم

درمان الإسلامية وذلك يومي الثلاثاء والأربعاء 06-07 نوفمبر 2018، وقد درس البحث الدور التنموي

لسوق الخرطوم للأوراق المالية في سد عجز الموازنة العامة، وتمويل المشاريع التنموية، وبقتل أهم النتائج التي توصل

إليها في النقاط التالية:

✓ يشهد سوق الخرطوم للأوراق المالية منذ نشأته زيادة في حجم التداول، وعدد الشركات المدرجة مما أدى إلى

توسع السوق؛

¹ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، ج 2، ص.373، وعبد الستار أبو غدة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي، ص. 253.



✓ السوق الثفوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية يوفر المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين؛

✓ تساهم شهادات صرح وشهامة في التنمية الاقتصادية لسد عجز الموازنة، وتمويل المشاريع التنموية؛

✓ يقوم سوق الخرطوم للأوراق المالية بدور تنموي من خلال تشجيع الاستثمار بتوفير أدوات استثمارية إسلامية متوسطة وطويلة الأجل؛

✓ يعد سوق الخرطوم للأوراق المالية الملكية الجماعية للشركات مما يحفز على زيادة الإنتاج، وتحقيق التنمية الاقتصادية في البلاد؛

✓ يعمل سوق الخرطوم للأوراق المالية على توظيف المدخرات في مشاريع تنموية وربحية؛

✓ التعمق النقدي خلال فترة الدراسة وضح عدم توفر السيولة؛

✓ رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة أثبتت ضعف مقدرة السوق على تعبئة المدخرات.

د- دراسة حسان طاهر شريف، تقرورت محمد، وأنساعد رضوان:

تناولت هذه الدراسة دور نظام التداول الإلكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية- دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية- 2018م، ولمعالجة الموضوع استعمل الباحثون التحليل في قراءة البيانات والمعلومات الواردة في التقارير والنشرات المالية للسوق، والمؤشرات التي تم حسابها قبل استخدام هذا النظام وبعد استخدامه، خلال الدراسة التحليلية لدور تطبيق نظام التداول الإلكتروني في تنشيط كفاءة وأداء سوق الخرطوم للأوراق المالية تبين أن تطبيق هذا النظام ساهم في ارتفاع معدلات التداول بشكل كبير جدا، فقد ارفع حجم التداول والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة ومؤشر الرسملة السوقية، ومعدل دوران الأسهم، وهذا بسبب زيادة شفافية وسرعة وصول المعلومات للمستثمرين وسهولة التعامل في هذا السوق.

ومن خلال هذه الورقة البحثية تم الوصول إلى مجموعة من النتائج والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

✓ لقد تحسنت مؤشرات التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية بشكل ملحوظ بعد استخدام نظام

التداول الإلكتروني؛

✓ أدت تقنية استخدام آلية التداول الإلكتروني إلى زيادة الشفافية في السوق المالي وزيادة دقة ومصداقية

وسرعة المعلومات الواردة إلى السوق؛

✓ الارتفاع الذي شهدته مؤشرات التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية بعد استخدام نظام التداول

الإلكتروني دليل على زيادة نشاطها وتوسع حجمها؛

✓ إن استخدام نظام التداول الإلكتروني سهل عملية الرقابة على عمليات التداول ونشر المعلومات بسرعة

سواء للمستثمرين المحليين أو الأجانب، الأمر الذي ساهم في زيادة حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية؛

✓ إن استخدام نظام التداول الإلكتروني سهل عملية الحصول على المعلومات وأعطاه مرونة أكبر ، وساهم



في سرعة تحليل أوضاع الشركات التي يتم تداول أسهمها؛
✓ ساهم نظام التداول الإلكتروني في زيادة استقطاب عدد كبير من الشركات المدرجة وحتى من جمهور
المستثمرين الذين وجدوا مرونة وسهولة في عملية التداول؛
✓ لقد ساهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات مما أثر
بالإيجاب على قرارات المستثمرين، كما زادت من سرعة وصول المعلومات بين المتعاملين داخل السوق المالي، وهذا
كله ساهم في زيادة الكفاءة للسوق المالي؛
✓ لقد كان لاستخدام تكنولوجيا المعلومات في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأثر الإيجابي على توسع
نشاط هذا السوق وزيادة أدائه ومدى مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي للبلد.

في الدراسات السابقة سالفة الذكر تم التطرق إلى المتغيرات التالية: السوق المالي الإسلامي، سوق الخرطوم
للأوراق المالية، الأداء والفعالية، التنمية الاقتصادية، نظام التداول الإلكتروني، فكل دراسة منهم تناولت تأثير أحد
المتغيرات في الآخر، بينما في الدراسة محل البحث سنتناول دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل سوق الخرطوم
للأوراق المالية، فهي ستضيف متغير جديد وتقيس تأثيره على سوق الخرطوم للأوراق المالية من حيث الكفاءة
والفعالية.

10- التوثيق العلمي:

لتغطية مختلف جوانب الموضوع وإثراء الدراسة، تم الاعتماد على ما يلي:
✓ البحث المكتبي الذي ساعد على تغطية الجانب النظري للدراسة من خلال مجموعة الكتب باللغة العربية
والفرنسية، والتي تعرضت إلى جوانب الموضوع بصفة كلية أو جزئية، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، ومجموعة
الأبحاث العلمية والمجلات والمقالات والملتقيات وعدد من الرسائل العلمية (مذكرات ماجستير ودكتوراه).
✓ تم الاعتماد في الجانب التطبيقي على مواقع الإنترنت، خاصة المواقع الرسمية لسوق الخرطوم للأوراق المالية،
وبنك السودان المركزي، والجهاز المركزي للإحصاء في السودان، لاستخراج أهم المعلومات والبيانات المالية
والإحصائية اللازمة لفترة الدراسة.

11- محتويات الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات المعروضة، قسمت هذه الدراسة
إلى مقدمة عامة وفصلين، الأول نظري والثاني تطبيقي، وخاتمة.



أ- المقدمة العامة:

تحتوي على إشكالية الدراسة وفرضياته، مبررات اختيار مكان وفترة وعينة الدراسة، إطار وأهمية وأهداف ومنهج الدراسة، أدوات الدراسة وتحليل أساليب البيانات، الدراسات السابقة، التوثيق العلمي، محتويات وصعوبات الدراسة.

ب- الفصل الأول:

تم التطرق فيه إلى الجانب النظري لسوق المال الإسلامي بهدف الإحاطة بمختلف جوانبه، وإعطاء خلفية جيدة عنه من حيث النشأة والتطور، المفهوم، الخصائص، دواعي، مقومات، وشروط قيامه، أهميته، وظائفه، الضوابط الشرعية للتعامل فيه، تقنيات عمله من خلال هيكله التنظيمي، نظام تشغيله، طرق تحديد الأسعار فيه، وكذا الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في هـ وتحديات تطويرها، وأخيراً كيفية تفعيل السوق المالي الإسلامي عن طريق الأدوات المالية الإسلامية.

ج- الفصل الثاني:

وهو الذي تم تخصيصه للدراسة التطبيقية حول سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تناول الإطار النظري لسوق الخرطوم للأوراق المالية، قياس مؤشرات كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال قياس مؤشرات حجم السوق، وقياس مؤشرات سيولة السوق، وقياس مؤشر درجة تركيز السوق، الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية، وكذا قياس تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال بناء نموذج انحدار خطي بسيط ومتعدد بين مختلف متغيرات الدراسة، اختبار فرضيات الدراسة وعرض النتائج ومناقشتها، ثم تقييم عام لأداء سوق الخرطوم للأوراق المالية، ومحاولة إيجاد الحلول لبعض المشاكل فيه.

د- الخاتمة:

تتضمن الخاتمة على النتائج والتوصيات التي توصلت إليها الباحثة من خلال الدراسة.

12- صعوبات الدراسة:

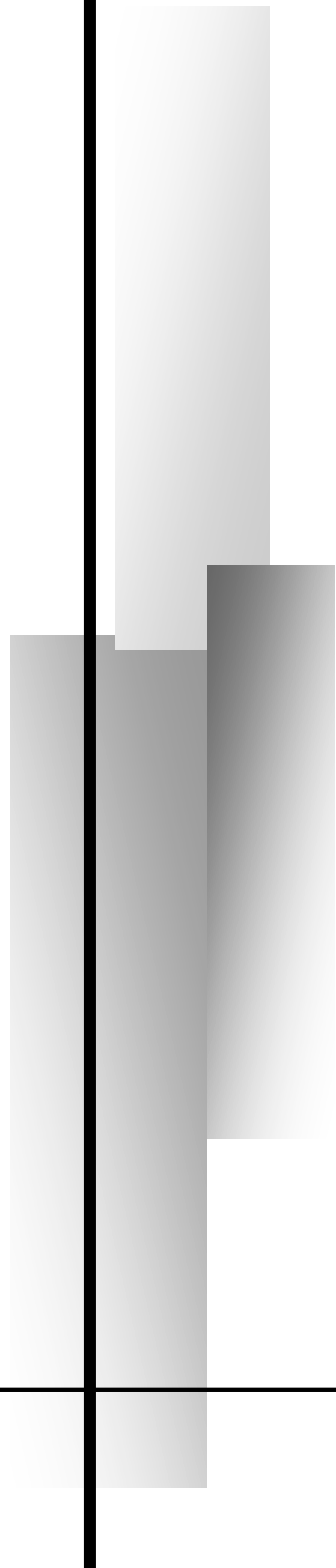
هناك بعض الصعوبات التي تم التعرض لها أثناء إنجاز هذه المذكرة تلتخص أساساً في النقاط التالية:

- ✓ وجود السوق المالي الإسلامي في ثلاث دول في العالم فقط (السودان، إيران، وباكستان)، مما أدى إلى حصر الدراسة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في السودان، وعدم التمكن من إضافة السوقين الآخرين للدراسة نظراً لصعوبة الحصول على البيانات والمعلومات الخاصة بهما؛
- ✓ تضارب المعلومات والبيانات المالية المنشورة في التقارير السنوية لبنك السودان المركزي، والموجودة في الموقع الرسمي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، والجهاز المركزي للإحصاء في السودان، مما أدى إلى التـحـير في اعتماد بيانات أيٍّ منهم كمرجع رسمي فاصل في الدراسة، وضبط الأرقام الصحيحة والموحدة.

الفصل الأول

تعاملات السوق

المالي الإسلامي





تمهيد:

للمال في الإسلام وظيفة اجتماعية ذات أبعاد واسعة بالإضافة لوظيفته الاقتصادية، حيث يعتبر وسيلة للحياة الكريمة للإنسان، لذلك وضع له الإسلام ضوابط لكسبه وإنفاقه، وصيغا عديدة لاستخدامه واستثماره بالطرق المشروعة سواء بتفاعل المال مع المال، أو بتعاون المال والعمل بمختلف الأدوات التي تضبط حركة الحياة الاقتصادية ضبطا يحقق لها التطور والارتقاء، ويشيع فيها العدل ويصون الحقوق مباحة بينها وبين كل ما يثير النزاعات والخصومات التي تؤثر على الحياة الاقتصادية.

فالإنسان لا يستطيع العيش في معزل عن الناس، إذ لا بد له من الاعتماد عليهم لأنه محتاج لهم، وغيره كذلك، وفي ذلك مدعاة للخلطة فيما بينهم، وقد نظم الإسلام المعاملات في باب وأحكام قواعدها وبيّن مآربها، فحققت تقدما كبيرا في مجالات عدة لا يتسع المقام لحصرها، في جملتها تعدد نقلة نوعية في مجال التمويل الإسلامي.

فإذا كانت عملية التمويل بمفهومها العام تعني إنفاق المال، وكان الاستثمار بمفهومه البسيط يعني استخدام المال في عمليات اقتصادية بغية الحصول على مردودية أو نتيجة، فإن كل استثمار يعتبر تمويلا بالضرورة، ولكن ليس كل تمويل هو استثمار في جميع الحالات.

فالتمويل الإسلامي أسلوب مثالي في الموازنة بين حاجات الفرد وحاجات المجتمع فهو يركز على الفرد من منظور مصلحة المجتمع، حيث أنه ينمي في الفرد المسلم شعوره بانتمائه لدينه، ووطنه، ومجتمعه، وبالتالي فإنه وبمصادره المختلفة يوجه سلوك الفرد وأهدافه نحو تحقيق النفع له وللمجتمع باعتباره جزء لا يتجزأ منه.



المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي الإسلامي

تعتبر الأسواق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرًا لما تقوم به من وظائف ومهام تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة، وما حظيت به من الأهمية من طرف الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، لما تقوم به من دور هام في حشد مدخرات الأفراد والمؤسسات، وتوجيهها في قنوات استثمارية لأصحاب المشروعات المختلفة، والتي توفرها لهم مختلف أقسام الأسواق المالية، رسمية كانت أو غير رسمية، بالإضافة للوظائف التي تقوم بأدائها لجذب المزيد من المتعاملين وما تحققة من منفعة للأطراف المتدخلة فيها، فهي سوق كغيرها من الأسواق تتوفر على أدوات مالية تعمل على تحريكها وتنشيطها لما تتمتع به من خصائص تسمح لها بأن تكون ملاذًا آمنًا لحماية مدخرات الأفراد والشركات، وزيادة اتساعها وعمقها، وما توفره من ميزة اختيار الأداة المالية المراد الاستثمار فيها.

وسعيًا لتحقيق التقدم تعالت الأصوات لإنشاء أسواق مالية إسلامية تحقق ما تحققه الأسواق التقليدية من تمويل، ودفع عجلة التنمية لكن مع مراعاة صحة المعاملات وموافقته لأحكام الشريعة الإسلامية. **المطلب الأول: ماهية السوق المالي الإسلامي**

يعتبر السوق المالي الإسلامي بمثابة الآلية الهامة التي يتم من خلالها تحريك الموارد المالية بين أصحاب الفئات وأصحاب العجز المالي، ويستمد أهمية وجوده من أهمية ما يؤديه من وظائف أساسية، وما يميزه من خصائص، وما يقوم عليه من مقومات وركائز تمكنه من ممارسة نشاطه بكفاءة وفعالية في ظل الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول- نشأة السوق المالي الإسلامي:

تعود جذور نشأة الأسواق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور السلع، وكان أول اهتمام بطرح أوراق مالية إسلامية لتكون بديلاً للسندات التقليدية من قبل علماء الشريعة في المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي¹ في فيفري 1976، وفي 1978 قدم الدكتور سامي حسن حمود دراسة بعنوان سندات المقارضة ضمن إنشاء قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (13)، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص بسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية فصدر القانون رقم (10) لسنة 1981، ومن ثم طرحت تركيا صكوكًا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، وجاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالي إسلامي من خلال طرح فكرته في ندوة البركة الثانية

¹ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012، ص. 08.



المنعقدة في تونس سنة 1984، وقدم اقتراح لتداول الصكوك الاستثمارية في حالة السلم، الإيجار، والمراحة، لمعلومية الربح في هذه الصيغ¹.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي ليكون بمثابة سوق ثانوي مكتملا للسوق الأولي الذي بدأت تظهر بوادره في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، حيث جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية الذي عقد بدبي سنة 1985 في المادة (08)، ضرورة التعاون بين المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية لإيجاد أدوات مالية (خاضعة لضوابط الشريعة الإسلامية) تشكل أساسا لسوق مالي إسلامي، واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المراحة وتكون أسهمها قابلك للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقا على أساس محسوب تبعا للعملية المرفذة والأرباح المستحقة، وقد استجاب وزير التجارة البحريني للفكرة بإصدار القانون رقم (17) لسنة 1986، الذي يسمح بتأسيس شركات مساهمة إسلامية لتكون البحرين السباق في هذا المجال².

ثم طُرحت الفكرة أيضا في المؤتمر الدولي الأول للبنوك الإسلامية المنعقد في اسطنبول سنة 1986 في إطار إنشاء صندوق استثماري مشترك بين البنوك الإسلامية تساهم فيه هذه الأخيرة، وتكون مهمته إنشاء المشروعات وطرح صكوك أو شهادات لتمويل هذه المشروعات، وقد كان بنك دبي الإسلامي أول من طرح هذه الفكرة، ثم أعاد الدكتور سامي حمود طرحها في ندوة خطة الاستثمار في البنوك الإسلامية بعمّان الأردن سنة 1987، كما طرح الدكتور محمد سيد مناعي نفس الفكرة في بحثه المقدم للندوة المنعقدة في ألمانيا سنة 1988 حيث قال: "من الواضح أن المطلوب ليس هو بذل الجهود من أجل استعمال الطرق التقليدية في تحريك الأموال مع إدخال تغيير هامشي عليها، بل تطوير أدوات مالية إسلامية جديدة وتأسيس سوق ثانوي لهذه الأموال"³.

وتكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة إسهام الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر التي عقدت في القاهرة سنة 1988، حيث دعت هذه الندوة في توصياتها إلى تطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي، وضرورة إنشاء سوق مالي إسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية.

وبعد ذلك جاءت الندوة الأولى للأسواق المالية المنعقدة في الرباط سنة 1989 التي كان من بين توصياتها وجوب العناية بأمر هذه السوق وأنشئ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994⁴.

¹ محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2007-2008، ص. 74.

² سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية: دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، سلسلة بحوث منهجية مختارة، نشر جمعية التراث، القرارة- غرداية، ط1، 2002، ص.ص. 347-348.

³ المرجع نفسه، ص. 348.

⁴ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 349.



ولقد كانت لهذه المساهمات الفكرية اجتهادات ملحوظة في مجال الفكر الإسلامي الخاص بالأوراق المالية الإسلامية التي خرجت فعلا، إذ قامت العديد من الدول والمؤسسات المالية الإسلامية بإصدارها وطرحها للتداول¹.

فجاء بعد ذلك الاتفاق على إنشاء السوق المالية الإسلامية الدولية في مملكة البحرين في أوت 2002 بموجب المرسوم الملكي رقم (22)، وباشرت أعمالها منذ ذلك التاريخ، وهي ليست سوق بالمعنى المكاني، ولكنها جهة لتنظيم وضبط العمل في السوق المالي الإسلامي.

ويتمثل أعضاؤها المؤسسون في البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة نقد البحرين، بنك إندونيسيا، لبو ان للخدمات المالية الخارجية (Labuan Offshore Financial Services (LOFS كمثل للبنك المركزي الماليزي، بنك السودان، وزارة المالية بسلطنة بروني، وانضمت بعد ذلك عدة بنوك إسلامية، وبعض الشركات ممن لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية، من بينها بنك أبو ظبي الإسلامي، بيت التمويل الكويتي، البنك الإسلامي الأردني.

الفرع الثاني - مفهوم السوق المالي الإسلامي:

تشير العديد من الدلائل أن السوق المالي الإسلامي يقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، فكلما زادت الرشادة الإسلامية وتوافرت ال كفاءة فيه، زاد استعداد المتعاملين لتفضيل التعامل في البدائل الحلال.

يعرف السوق المالي الإسلامي بأنه: "سوق منظم يجتمع في مكان معين، وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي بمختلف الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بيعا وشراء، ويهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة"².

ويعرّف أيضا أنه: "الحيز الذي يتم فيه تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، وذلك بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية، ويكون ذلك على شكل أوراق مالية، وينظم السوق قوانين وأنظمة وتعليمات وأعراف وتقاليد ملتزمة بالشريعة الإسلامية بهدف حماية حقوق جميع الأطراف، وتوفير المعلومات والشفافية في السوق للوصول إلى تحقيق عائد عادل لكافة المستثمرين"³.

ويعرّف أيضا أنه: "سوق يُمعنى بالسوقين الأولي والثانوي بشكل متكافئ على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا يركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرا هاما

¹ حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص.484.

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص.30.

³ محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، إربد-جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010، ص.06.



لتقدير مدى كفاءة السوق المالي، ويكون موافقاً ومرعياً لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بنوعية المتعاملين في السوق، والأدوات المالية المتداولة فيه وأساليب التعامل في إطاره¹.

كما يعرف أنه: "سوق منظم يخضع في مكان معين، وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، ويقصد بالسوق المنظم أنه يخضع إلى قوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارته وتحكم عملياته، كما يقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول فيه على أوراق مالية يصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة"².

كما عُرف أيضاً: "إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال يضع أصول وقواعد الإفصاح الكامل فهو يحول دون استفادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، ويمنع الاحتكار والغش والخداع ويحصر المعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة، وتنحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة، فهو يهدف لأن يجعل الأسواق المالية عامل استقرار وأداة تنمية ووسيلة لتجميع المدخرات وتمويل المشاريع، لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الاقتصادي، وإحداث الانهيارات والأزمات المالية"³.

وعليه فإن السوق المالي الإسلامي هو ذلك المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفئات بصورة منظمة، ومراقبتها من طرف الهيئة الشرعية للسوق، وذلك من أجل تنمية الأموال في إطار شرعي، أي أنه يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون بالمستثمرين، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة (المالية والنقدية) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة)، وفق سياسات معينة وطرق متنوعة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الثالث- خصائص الأسواق المالية الإسلامية:

تتمثل أهم الخصائص المميزة للسوق المالي الإسلامي أساساً في⁴:

- ✓ سوق منظم يخضع لقوانين وقواعد تنظم وتحكم عملياته، تشجع وتحفز تداول أدوات إسلامية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عملية التبادل الحقيقي للسلع والخدمات؛
- ✓ سوق يستند لمبادئ الشريعة الإسلامية فيجري التعامل في الأوراق المالية التي يصح إصدارها والتعامل بها شرعاً؛

¹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عم ان، 2011، ص.125.

² محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، مرجع سبق ذكره، ص.06.

³ عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات: دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2002، ص.07.

⁴ عبد القادر حول، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من آثار تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري، 2011، ص.20.



- ✓ سوق يوفر منافسة حرة وعادلة خالية من الاحتكارات والمعلومات المضللة التي تؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه؛
- ✓ يتم فيه الاهتمام بالسوقين الأولي والثانوي بشكل متكافئ، ويعتبر أن معيار الكفاءة هو مدى تمويله للمشروعات المنتجة الجديدة؛
- ✓ سوق خالي من المضاربة غير المشروعة في الأوراق المالية، والإشاعات الكاذبة بسبب المنع الشرعي لكثير من المعاملات المضاربية؛
- ✓ توفير التمويل اللازم للمشاريع دون الحاجة إلى الاقتراض بفائدة أو إصدار أسهم عادية تشارك في الرقابة والإدارة؛
- ✓ المساهمة في التنمية الشاملة للبلاد عن طريق مشاركة المواطنين مع الدولة في مشاريعها الإنمائية بتجميع المدخرات وتمويل المشروعات بما يلي حاجيات المجتمع؛
- ✓ الحد من التضخم عن طريق مساهمة هذا السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لإيجاد فرص استثمارية جديدة؛
- ✓ مقاومة الجشع وتشجيع الربح العادل والحلال.

المطلب الثاني: مقومات قيام السوق المالي الإسلامي ومتطلباته

إن السوق المالي الإسلامي جزء مهم من النظام الاقتصادي الإسلامي ككل، ويلعب دوراً أكثر من مهم فيه كونه أحد أهم عناصر النظام المالي.

الفرع الأول- الأسباب الداعية لإقامة السوق المالي الإسلامي:

- السوق المالي الإسلامي هو المكان الذي يتم فيه تبادل الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، وتتمثل أهم الأسباب الداعية لإقامته في النقاط التالية¹:
- ✓ تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتبادل السلع والمنتجات والأوراق المالية المباحة؛
- ✓ من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها أن محتويات هذا السوق ومعاملاته تنسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية، وهو ما يبحث عنه البائعون والمشترون من المسلمين؛
- ✓ إقامة خلايا التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والتراحم بين المستثمرين؛
- ✓ من أهم العوامل التي تسهم في إنجاح هذه الخطوة اتحاد الدين والمصالح المشتركة، وتباين الإمكانيات الاقتصادية للدول الإسلامية، سواء كانت تجارية أو زراعية أو حيوانية أو إنتاجية وصناعية، وكذا تباين رأس المال البشري أيضاً؛

¹ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006، ص.ص. 245-247.



- ✓ تفعيل أساليب الاستثمار في السوق المالي الإسلامي، أكثر فاعلية من تفعيلها في السوق المالي التقليدي؛
- ✓ التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، علماً أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للاستقلال المنهجي في توجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية؛
- ✓ تقليل خطر الاستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الاستثمار الإسلامي الذي لا يتم إلا في إطار وجود سوق مالي إسلامي، ولا سيما أسلوب المشاركة الذي يقتضي توزيع الأرباح والمخاطر بين المستثمرين المشاركين.

الفرع الثاني - مقومات إقامة السوق المالي الإسلامي :

هناك مجموعة من المقومات الواجبة لإقامة السوق المالي الإسلامي تتمثل في¹ :

- 1-المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية؛
 - 2-الأوراق المالية الإسلامية: فلقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي؛
 - 3-المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: هي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها مدخراتها؛
 - 4-توفر المتخصصين: من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات وفق الضوابط الشرعية.
- وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة **تطلب** ما يلي:
- ❖ إعادة صياغة القوانين التي تحكم الأسواق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - ❖ إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية التي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك؛
 - ❖ وضع ميثاق لقيم المتعاملين في الأسواق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله؛
 - ❖ وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في الأسواق المالية الموجودة لديهم؛
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية (مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية وغيرها) لدعم التعامل في السوق المالي الإسلامي.

¹ عبد القادر لحو، دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من آثار تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص.08.



الفرع الثالث- شروط قيام السوق المالي الإسلامي:

بناء على مقومات ومتطلبات السوق المالي الإسلامي يمكن استخراج شروط قيامه كما يلي¹:

1-المكان: ليس من الضروري وجود مكان معين للسوق المالي، بل يمكن إجراء الصفقات عن طريق وسائل الاتصال الحديثة، أو التعامل وفق الشبكات الإلكترونية، وهو ما جاء جوازه في القرار رقم 52 (6/3) لمجمع الفقه الإسلامي بجدة في مارس 1990²؛

2-الزمان: يعتبر الزمن واجب لإتمام الصفقة، فمن حيث الوقت فثبات الزمان واجب لإتمام الصفقة، أما من ناحية وحدة الزمان تبين عدم وجوب ثباتها لاختلاف التوقيت من بلد لآخر؛

3-وسائل الدفع: والمقصود بها هنا المال، وما دام العمل هنا هو البيع فله أحكام يجب مراعاتها، ومنهيات يجب تجنبها كما سبق ذكرها في الضوابط الشرعية؛

4-أدوات القياس: تختلف هنا عن الموازين، والمقصود بها المبلغ المالي من النقود الذي يساوي هذه الأداة، ولمعرفة القيمة الوزنية للأدوات المالية يتوجه لآلية السوق التي تحدد سعرها انطلاقاً من قانون العرض والطلب؛

5-البائعون والمبتاعون: ويضاف إليهم الوسطاء الواجب عليهم الالتزام بالقيم الإسلامية الإيمانية، الخلقية، والسلوكية في كل الأمور، والذين يمثلون حلقة الوصل بين البائعين والمبتاعين؛

6-القائمون على السوق: لكي تكون هناك رقابة في هذا السوق من الناحية التنظيمية والشرعية يجب إنشاء هيئات تقوم بهذه المهمة³، وتعطى بذلك اسم هيئات الرقابة الشرعية للسوق المالي الإسلامي.

ولضمان قيام هذا السوق بمبادئ راسخة لا بد لها أن تكسب ثقة المتعاملين فيها بطرح ضمانات على مستوى السوقين والمتمثلة في:

❖ **ضمانات الإصدار:** من خلال طرح قوانين تنظيمية ومراقبة الإصدارات الجديدة عن طريق نشر بيانات نشرة الإصدار (شروط الاكتتاب، عقد التأسيس، النظام الأساسي)؛

❖ **ضمانات التداول:** وهي الضمانات التي يجب وضعها في سوق التداول لتحقيق الحماية للمتعاملين، وضبط ضمانات المعاملات بوضع نظام سقف الأسعار للحد من البيوع الصورية، ووضع ضمانات تتعلق بنظام المعلومات لتحديد نوع البيانات الواجب نشرها، وكذا وضع ضمانات قضائية وإجرائية من طرف السلطات.

7-السلع والخدمات: التي تعتبر من الأدوات المالية محل التعاقد والتعامل في هذا السوق، حيث تمكّن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أدوات مالية خالية من الآثام تتوافق وتخضع لضوابط الشريعة الإسلامية.

¹ محمد عدنان بن الضيف، تاريخ إنشاء وتعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 132.

² قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية، القرار رقم 52 (6/3)، الدورة السادسة، جدة، مارس 1990، ص. 95.

³ علاء الدين الرقابي، السوق ومكانتها في الإسلام، بحث مقدم لليوم الدراسي: تحديد الأسعار والأرباح في الفقه الإسلامي، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، الثلاثاء 08/08/2006، ص. 08.



المطلب الثالث: أهمية ووظائف السوق المالي الإسلامي والضوابط الشرعية للتعامل فيه

يمثل السوق المالي الإسلامي ركنا هاما في هيكل النظام التمويلي الإسلامي ، ويستمد أهميته من الوظائف التي يؤديها وما يوفره للمتعاملين، ويلتزم القائمون والمتعاملون فيه بمبادئ وضوابط شرعية.

الفرع الأول- أهمية السوق المالي الإسلامي:

يعتبر السوق المالي الإسلامي ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ولذلك يحظى بأهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدول الإسلامية، وما يؤكد أهميته ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (6/10/61) أن: "الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما سيتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية"، وتكمن أهمية السوق المالي الإسلامي في العناصر التالية:

1- تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية:

يعمل السوق المالي الإسلامي على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة¹، حيث يعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية، ويمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع.

2- التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللأربوي:

يساهم السوق المالي الإسلامي في تدعيم الاقتصاديات الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي، وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية وقرينتها التبعية السياسية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، ومن ثم المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي في هذه الدول².

كما يساهم في تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية، وحمايتها من آثار انخفاض وتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي الذي يتطلب تجميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها³، مما جعل السوق المالي الإسلامي الحل الأمثل والبديل الأفضل الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.02.

² أشرف محمد دواية، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، 2006، ص. 152 .

³ أنطوان الناشف وخليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص.31.



3- إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج:

يمكن للسوق المالي الإسلامي أن يقوم بدورٍ بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصةً بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالطلي فإن استعادة هذه الأموال سيقفل من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف¹. جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال، وللعالم الإسلامي مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أُعيد تدويرها، من مشاريع الصناعات البترولية في المملكة العربية السعودية، والمشاريع الزراعية في العراق وسوريا ومصر والجزائر، ومشاريع الثروة الحيوانية في السودان وليبيا، وصناعات المطاط في ماليزيا وإندونيسيا وغيرها، وفي نفس الوقت يمكن لهذا السوق أن يساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالحرمت، ما من شأنه أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

4- قيام السوق المالي الإسلامي على مبدأ المشاركة:

الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة لا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، والأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة، والمشاركة في الاستثمار بمخاطره وأرباحه من جهة أخرى، ومنها فالسوق المالي الإسلامي يتكون من مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، وتطرح الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقتره الشرع².

كما أن هذا السوق يمكن من تحقيق العدالة في توزيع الدخل عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وتقليل خطر الاستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، لاسيما أسلوب المشاركة الذي يقتضي توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وأفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار وجود السوق المالي الإسلامي³.

5- توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية:

تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوفرة، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية ولعلّ المبرر الأساسي لقيام سوق مالي إسلامي يكمن بالدرجة الأولى في كونه يؤدي إلى توفير الإطار

¹ حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة التنمية من منظور إسلامي، الأردن، 1991، ص.76.

² محمد علي القري، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 01، العدد 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993، ص.12.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مرجع سبق ذكره، ص.246-247.



الشرعي الذي يلائم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، فوجود هذا السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثمارها وتسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية.

6- تنمية العادات الادخارية للأفراد:

وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة، والسوق الإسلامي المالي آلية هامة لكل مستثمر مسلم يحقق له أهداف التحوط والتنوع؛ فيتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنوع محفظته المالية، وإقامة هذا السوق يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بلظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، فيؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وزيادة معدلات النمو والرفاهية.

الفرع الثاني- وظائف السوق المالي الإسلامي:

يقوم السوق المالي الإسلامي بالعديد من الوظائف بـتـحـز فيما يلي¹:

- ✓ تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد المالية بتوزيعها بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة؛
- ✓ تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك لمن يريد استثمار حقيقي، أو سيولة عالية هذا من جهة، ومن جهة أخرى تساعد هذه الصكوك الإسلامية الدول على القيام بمشاريعها التنموية، وكذا مؤسسات وشركات القطاع الخاص؛
- ✓ تنوع الخيارات الاستثمارية أمام المدخرين للاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، وما يناسب حاجتهم لتحقيق الربحية والسيولة والأمان، إضافة إلى تنمية الوعي الادخاري للأفراد وتوفير فرصة وسرعة اتخاذ القرار الاستثماري؛
- ✓ دعم الاستثمار طويل الأجل عن طريق توفير أساليب الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية من خلال الاعتماد على سوق الإصدار وسوق التداول.

¹ مرجعين: - أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة وإستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العالمي للنشر، عمان، 2008، ص 275.

- عبد الكريم شوكمال وسليم إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص.ص.12-13.



الفرع الثالث- الضوابط الشرعية للتعامل في السوق المالي الإسلامي:

نظرا لطبيعة المعاملات في الأسواق المالية التقليدية و ما يشوبها من الحرام والشبهات في بعض الأحيان، جاءت الأسواق المالية الإسلامية بضوابط وقواعد تُستمد من الشريعة الإسلامية التي ضببت هذه المعاملات بأحكام وقواعد تمتاز بقدرتها على تحقيق النفع لكل المستثمرين وللاقتصاد عامة، ومن أهم هذه الضوابط:

أولا- الالتزام بالقيم الإسلامية: المتمثلة أساسا في:

1- القيم الإيمانية ومنها استشعار الخوف من الله، والمحاسبة الأخروية؛

2- القيم الأخلاقية التي يتوجب الالتزام بها في المعاملات المالية، فالالتزام المسلم بالأخلاق الحميدة في معاملاته المالية المختلفة تنطلق من إيمان راسخ وعقيدة ثابتة قوامها طاعة الله عز وجل، والإقتداء برسوله صلى الله عليه وسلم¹، حيث أن الالتزام بهذه القيم في الأسواق المالية يقي من الآثار السلبية لحدوث الأزمات المالية الناتجة عن ممارسات الاحتكارات، التدليس، المقامرة وغيرها¹؛

3- القيم السلوكية: ومنها التعاون، التضامن، الاستقامة.

ثانيا- معيار الإفصاح والوضوح والشفافية والمنافسة الحرة:

ويقتل في كل من:

1- الإفصاح:

وهو ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائله نشر القوائم المالية للشركة وإرسالها للمساهمين والرقابة الخارجية عليها، وبيان حجم المبيعات، والطلب الكلي، ويجب أن تكون هناك دراسات معمقة للشركات التي تتقيد بالسوق المالي الإسلامي، وقد حرص الإسلام على الإفصاح فقال الرسول (ص): "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، أو قال حتى يفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كتم وكذب محقت بركة بيعهم".

2- الوضوح والشفافية:

يؤكد هذا المعيار أهمية الشفافية التي تحدد الهدف من التعاقد والمقصود منه، فالأصل في الأموال الوضوح والشفافية وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات وظروف السوق المالي.

3- المنافسة الحرة:

وهي التي تظهر من خلال قانون العرض والطلب حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال مواجهة طلبات العرض والطلب، فالأصل في الإسلام عدم التدخل لتحديد أسعار السلع، إذ أن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على أساس الحرية وعلى ما يتراضاه الطرفان، وفيه منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق.



ثالثاً- تحريم الاحتكار والقمار "الميسر":

ويتمثل في كل من:

1- الاحتكار:

وهو شراء الشيء وحبسه ليقل بين الناس، واستغلال حاجتهم إليه، فيرتفع سعره، ويصيبهم بذلك ضرر، بمعنى حبس السلع عن طالبها، حتى يتمكن المخترن من رفع سعرها لقلّة المعروض منها أو انعدامه، وليتسنى له أن يغلّبها كيفما يشاء¹، لقوله (ص): "المحتكر ملعون والجالب مرزوق"، وعن معمر بن عبد الله بن نضلة قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "مَنْ أَحْتَكَرَ فَهُوَ خَاطِي"¹.

فالاحتكار عملية يقوم بها المضاربون، يجمع الأوراق الموجودة في السوق واستغلال حاجة باقي المتعاملين لهذه الأوراق للوفاء بالتزاماتهم، وبالتالي يتحكمون في الأسعار بشكل كامل، ويكون الاحتكار عند كبار المتعاملين أو احتكار المؤسسات المالية والنقدية العاملة في الأسواق، فهو يضيق المنافسة ويقضي على صغار المتعاملين ويؤدي إلى تركيز الثروة في يد فئة قليلة من الناس.

2- القمار:

وهو البحث عن الأرباح من خلال الاعتماد المحض على الحظ والصدفة، وهو عقد يتعهد بموجبه كل مقامر أن يدفع إذا خسر المقامرة للمقامر الذي كسبها مبلغاً من النقود أو أي عوض مالي آخر يُتفق عليه¹، أي أن تقول المعاملة إلى ربح أحد الطرفين وخسارة الآخر، فيقول الخاسر للرابح قمرتني²، ومدار القمار هو أكل المال بالباطل، وليس مجرد احتمال الغنم والغرم أو الربح والخسارة³، وهو حرام لقوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ الشَّيْ طَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾⁴، ويعد النشاط الرئيسي في الأسواق المالية التقليدية حيث يتحول العمل فيها بفعل سلوك المقامرين من الاستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها ك لا الطرفين المعاوضة وهي الثمن والسلع، وقد أدت المقامرة إلى سلوكيات ضارة لكسب فروق الأسعار من خلال الإشاعات الكاذبة، اعتماداً على حساسية السوق اتجاه هذه الإشاعات⁵.

¹ عبد الفتاح محمد صالح، التأمين من منظور إسلامي التأسيس للتكافل وإعادة التكافل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، كلية الدراسات الإسلامية، مكتب القاهرة، قسم الاقتصاد الإسلامي، 2014، ص.61.

² سامي بن إبراهيم السويلم، قواعد الذرائع في المعاملات المالية، مؤتمر الشورى الفقهي الخامس، الكويت، 16-17 ديسمبر 2013، ص.39.

³ سامي بن إبراهيم السويلم، ضوابط التحوط في المعاملات المالية، الندوة العلمية حول التحوط في المعاملات المالية، الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، يومي 26-27 أبريل 2016، ص.05.

⁴ سورة المائدة، الآية 90.

⁵ عمر يوسف عبد الله عباينة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1، 2011، ص.176.



رابعاً- تجنب البيوع غير المشروعة والعقود الفاسدة:

يقصد بالمعاملات غير المشروعة كل ما ارتبط ببيع الغرر*، ببيع العينة**، ببيع ما ليس عندك، بيعتين في بيعة واحدة، بيع النجش***، وبيع الكالئ بالكالئ**** وغيرها.

ويظهر النجش واضحا في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في العرض والطلب على الأوراق المالية في السوق، والإسلام يرفض هذا الخداع¹.

خامساً- الوفاء بالعهود والعقود:

من مقتضيات حسن التعامل عرفا وشرعا الوفاء بالعهود والعقود والمواعيد والوفاء بالديون في مواعيدها المتفق عليها، وعدم المماطلة في السداد، فالإسلام لا يقبل الوصول إلى المعاملات الطيبة بالوسائل الخبيثة، ولهذا يرفض جمع المال عن طريق الحرام حتى وإن تم إفاقه في الخيرات والطاعات.

سادساً- خلو المعاملات من الربا:

أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ²، مصداقا لقوله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ۚ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا ۚ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۚ﴾³.

سابعاً- تحقيق قاعدة الغنم بالغرم:

تقوم المعاملات المالية الإسلامية على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة، وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب، والأولويات الإسلامية، وتحقيق المنافع المشروعة، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال والأعمال والخبرة وفق ضوابط العدل والحق وبذل الجهد⁴.

* بيع الغرر: هو بيع الأشياء الاحتمالية غير محدودة الوجود أو الحدود كبيع التمر بالشجر قبل نضجه.

** بيع العينة: هو بيع الرجل السلعة إلى أجل ثم يشتريها من باعها له بثمان أقل من الثمن الذي باعه إياها.

*** النجش: هو أن يزيد الرجل في ثمن السلعة بدون أن يرغب في شرائها، وإنما ليظل المشتري الحقيقي عن سعرها الحقيقي وهذا غش وخداع في المعاملات.

**** بيع الكالئ بالكالئ: هو بيع الدين بالدين.

¹ عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.175.

² خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، يومي 08-09 ماي 2005، ص.14.

³ سورة البقرة، الآية رقم 275.

⁴ بلقاسم زايري ومهدي ميلود، موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.12.



ثامنا- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي:

تكثرت المضاربات بين بعض المتعاملين في الأسواق المالية المعاصرة، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، لكن في السوق المالي الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي لا الوهمي (الصوري) كالمشاركات والإجارة وغيرها، وبسبب تدخل السياسة المالية المعتمدة على الزكاة، والتي تفرض عبئا مرتفعا على المتاجرة بالأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الأجل للأدوات المالية بدافع الاستثمار¹.

تاسعا- حرية التعاقد:

لقد ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح إلا برضا الطرفين²، حيث قال عز وجل: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ ۗ﴾³.

عاشرا- ضابط الالتزام بالأولويات الإسلامية:

فقه المعاملات المالية يؤم السوق المالي الإسلامي بضبط وترشيد وتوجيه الأموال نحو المشروعات الضرورية ذات المنفعة العامة وفق أولويات استثمارية تم ترتيبها في ثلاث مراتب هي الضروريات، الحاجات، والتحسينات، لذلك لا يصح إعطاء المشروعات الغير مهمة الأولوية على حساب تلك التي تتميز بالأهمية⁴.

المطلب الرابع: الهيكل التنظيمي ونظام تشغيل السوق المالي الإسلامي

يعتبر الهيكل التنظيمي في السوق المالي الإسلامي بمثابة الإطار العام الذي تتم من خلاله مختلف العمليات والأنشطة، حيث يحدد الأعضاء العاملين وغير العاملين، بالإضافة إلى السلطة الرقابية في السوق لمنع حدوث تجاوز للضوابط الشرعية في السوق المالي الإسلامي.

الفرع الأول- الهيكل التنظيمي (تنظيم) لسوق المالي الإسلامي:

يتم تنظيم السوق المالي الإسلامي من خلال عناصر فاعلة متمثلة في الأعضاء واللجنة الرقابية، بالإضافة إلى تحديد صلاحيات هذه العناصر وأن واعها، وبالتالي توجيه المتعاملين بحسب الشكل الذي يريدونه لتوظيف أموالهم.

¹ منيرة بياس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، ورقة مقدمة لملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص.11.

² خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، نحو أسواق مالية إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.15.

³ سورة النساء، الآية 29.

⁴ مصطفى طويطي ويوسف شرع، صيغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه: ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... و رهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص.03.



أولاً- الأعضاء:

وهم الأعضاء الذين يتولون عملية تنشيط السوق من خلال القيام بإتمام وتنفيذ الصفقات وتولي عملية الإصدار للأوراق المالية وتسويتها.

1- الأعضاء العاملون في السوق:

وهم الأعضاء الذين يحصلون على عضوية السوق مقابل مبلغ تحدده لائحة السوق.

1-1 السماسرة:

السمسار هو وسيط مالي يؤدي خدماته للعميل في حدود الأوامر التي يصدرها إليه¹، وتقتصر وظيفته المقابلة بين رغبات البائعين والمشتريين مقابل الحصول على عمولة، وتقوم الهيئة العامة بمنح ال تراخيص اللازمة للشركات لمزاولة أنشطة الوساطة في الأوراق المالية²، ولا يجوز التعامل إلا من خلاله.

فالسمسرة في السوق المالي الإسلامي تقوم على أساس الوكالة* بمفهومها في الفقه الإسلامي، مقابل حصول السمسار على عمولة أو أجر، وتتعدد مهام السماسرة في هذه الأسواق، فهناك السماسرة الوكلاء الذين يعملون لحساب بيت من بيوت السمسرة، كما قد يعملون أيضا لحسابهم الخاص، وهناك سمسرة الصالة الذين يقدمون الخدمة لمن يطلبها³، وتمثل شروط السمسار(الوكيل) في⁴:

❖ **شروط تتعلق بالتكوين الشخصي** للسمسار من حيث خُلُقُه، وسلوكياته المتمثلة في الصدق، الأمانة، الوفاء بالعقود والعهود، وتقديم النصيحة؛

❖ **شروط تتعلق بالكفاءة المهنية** المتمثلة في التأهيل العلمي المناسب الذي يُمكنُه من القيام بالمهام المكلف بها على الوجه اللازم، والمعرفة التامة للجوانب القانونية التي تحكم المعاملات في السوق، حتى يتجنب عم لائه مخاطر مخالفتها، وأن يكون متقنا في تنفيذ الأوامر الواردة له وفق الأعراف والنظم واللوائح، وأن يستعين بفريق من الخبراء والمستشارين في التخصصات ذات العلاقة بمعاملاته، وأن لا يمارس أي أفعال ضارة بالسوق (لاضرر ولاضرار).

¹ حسيني بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص.32.

² نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2014، ص.216.

* الوكالة: تفويض أحد في شغل وإقامته مقامه في ذلك الشغل، ويقال له موكل، ولمن أقامه وكيل، ولذلك الأمر موكل به

³ أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، 2008، بتصرف

⁴ حسين حسين شحاته وعصام أبو النصر، الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية، سلسلة بحوث ودراسات

في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة، ص.ص. 09، 10.



1-2 تجار الأوراق المالية:

وهم أعضاء في السوق مثلهم في ذلك مثل السماسرة، حيث يُعرف تاجر الأوراق المالية بأنه : " تاجر يعمل على شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة في السوق، ليحقق دخلا من فرق السعر بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها¹، وهم نوعين تجار الصالة وتجار العمليات الصغيرة. والأوراق المالية الجائزة شرعا يصح التعامل بها وتصح المتاجرة بها وذلك للاعتبارات التالية²:

✓ أن الحصول على فروق الأسعار من شراء الأصول الدارة للربح ثم بيعها قبل الحصول على ريعها أو بعدها هدف صحيح ومشروع، لأنها تجارة يُستهدف منها الربح الذي يحصل من بيع أصول الشركة بأكثر مما اشترت به، كما يصح هذا التصرف في جميع الأصول؛

✓ الأوراق المالية الإسلامية حصة شائعة في أموال وموجودات الشركة، ملك لحملتها، يمكنهم بيعها والتصرف فيها.

1-3 المتخصصون:

المتخصصون هم أعضاء السوق الذين يتخصصون في التعامل في ورقة مالية معينة، أو مجموعة معينة من الأوراق المالية، فلا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد حيث يطلع لوحده على دفتر الأوامر المحددة للأوراق التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسوم العضوية من أمواله الخاصة، ويحدد له مكان مخصص ليعمل فيه، ويقوم بوظيفتي المتاجرة في الأوراق المالية التي تخصص في التعامل بها، والوساطة في بيعها وشرائها، وبذلك فهو يجمع بين عمل السمسار والتاجر، فيشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة بناء على طلبهم نتيجة تعذر الأمر عليهم، ويشبه التاجر من حيث أنه ينجز عمليات البيع والشراء لحسابه الخاص بهدف تحقيق الربح³.

فالتخصص أمر يصح ما دام في الأوراق المالية الجائز إصدارها، ووظيفتي السمسرة والمتاجرة حكمهما الصحة، وذلك لصحة العمليتين من حيث الأصل.

وللمتخصصين فوائد كثيرة متمثلة أساسا في إيجاد سوق مستمر، وتوفير سيولة عالية (وُصفوا بصناع السوق)، والعمل على تحقيق توازن السوق، فعندما يكون العرض أكثر من الطلب يقوم المتخصصون بشراء ما يعرض من الأوراق، والعكس صحيح، والحد من تقلبات الأسعار والعمل على استقرارها⁴.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء 1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط 1، 2005، ص. 508.

² المرجع نفسه، ص. 512-513.

³ مرجعين: - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص. 33-34.

- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 58.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهار، القاهرة، ط1، 1996، ص. 124.



2- الأعضاء غير العاملين في السوق:

وهم كبار المتعاملين في السوق بيعا وشراء للأوراق المالية، ولكن ليس لهم الحق في التعامل في مكان مخصص للسماسة، ويقومون بتنفيذ طلبات العملاء مقابل عمولة بالإضافة إلى طلباته م الخاصة، من أهم هؤلاء الأعضاء يوجد:

1-2 الأعضاء المنظمون:

هم الذين يعملون على تسويق وإصدار الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص، وهم:

أ- المصارف الإسلامية:

تعرف البنوك الإسلامية بأنها: "مؤسسات مصرفية لا تتعامل بالربا أخذًا وعطاءً، وهي مؤسسات وبنوك ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي بوضوح تام على موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية، وغايتها تجميع الأموال وتوظيفها بما يخدم الفرد والمجتمع ويتفق مع الشريعة الإسلامية، ويحقق أهداف التنمية الاقتصادية"¹. ولا تختلف أوجه النشاط للمصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية من الدخول للأسواق المالية، وتداول الأوراق المالية لحسابه الخاص أو لحساب الغير، بشرط أن تكون تلك المؤسسات تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم بتقديم النصح والإرشاد في المسائل المالية، فالبنك الإسلامي في طبيعته بنك استثمار إلا أنه يختلف عن بنوك الاستثمار التقليدية المعروفة في الأسواق المالية التي تشتمل معاملاتها على الربا، ويمتنع فيها.

ب- شركات الخدمات الاستشارية:

وهي مؤسسات ومكاتب ظهرت في سياق التطور الذي شهدته الصيرفة الإسلامية وشركات المال الاستثمارية الإسلامية، وشركات التأمين التكافلي على المستويات المحلية والإقليمية والدولية، بهدف تقديم استشارات شرعية، وهذه الشركات هي هيئات متخصصة مرخصة من الجهات الوصية لتقديم الخدمات الاستشارية، ومساندة وترسيخ التطبيق العملي للأفكار والحلول المالية والاقتصادية المتوافقة مع الأحكام الشرعية، ومعالجة المشاكل التي قد تنتج عن ممارستها في أرض الواقع².

ج- صناديق الاستثمار الإسلامية:

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة النشأة مقارنة مع نظيرتها التقليدية، والتي تعرف بأنها: "تلك الصناديق التي يلتزم فيها المدير بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيها، وبخاصة ما يتعلق بتحريم

¹ مرجع: - نوري منبو ونعمة برك، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية وأهميتها في تحدي الأزمات المالية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.05.

- صلح شنايت، المصارف الإسلامية وتحديات العولمة المالية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.04.

² عبد الله إلهيمي، الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي: واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 09 ديسمبر 2010، ص.06.



الفائدة المصرفية، وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء على قبول المستثمر له تشترك في ذلك الصندوق، كما تظهر فيه الأحكام الشرعية والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب"¹. وتعرف أيضا بأنها: "أوعية استثمارية تلي احتياجات ومتطلبات المودعين من استثمار أموالهم، وتكتسب هذه الصناديق أهميتها في تحديد مجال استثمار الأموال مسبقا، ومدى مطابقتها هذا المعج ال لأحكام الشريعة الإسلامية، مما يمكّن المستثمر من التخارج من الصندوق وفق شروط محددة مسبقا ضمن عقد المضاربة الشرعية التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار"²، ويمثل السوق المالي الإسلامي المكان الذي يتم فيه طرح منتجات الصناديق الشرعية المتمثلة في أسهم المؤسسات التي يكون محل نشاطها حلال.

2-2 الأعضاء المرسلون:

وهم الأعضاء العاملون في سوق أجنبي، ويمارسون نشاطهم في سوق دولة أخرى عن طريق سمسار وطني يكون عضواً (مقيداً) في سوق هذه الدولة³.

ثانياً- الهيئة الشرعية للسوق المالي الإسلامي:

تستمد الهيئة الشرعية اسمها من طبيعة عم لها، وهو أساس العمل على تطبيق أو مراعاة تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية في المعاملات، والأنشطة القائمة في السوق المالي الإسلامي.

1- اختصاصات الهيئة الشرعية:

ويتجسد عمل الهيئة الشرعية على هذا الأساس في اختصاصين جوهريين هما الأصل في عملها، والمتمثل في الفتوى والرقابة الشرعية، حيث أن:

✓ **الفتوى** تكون عن طريق تبين الحكم الشرعي لمن سأل عنه بالدليل؛

✓ **الرقابة الشرعية** تكون بالتأكد من الأنشطة التي تتم في السوق المالي الإسلامي على أن لا تخالف أحكام الشريعة، ويكون تطبيقها ملزماً للمتعاملين في السوق حسب ما جاء في الفتاوى والقرارات والإرشادات الصادرة عن الهيئة الشرعية، وتتم الرقابة من خلال الفحص والمصادقة على الأدوات المالية المتداولة في السوق، وإعداد اللوائح والضوابط للتعامل وفق مقتضيات السوق، وإعداد معايير موحدة عند إصدار الأدوات المالية الإسلامية يتبعها كل المشاركين في السوق، مع إيجاد البديل الإسلامي الحلال للمعاملات المالية، واستحداث صيغ استثمارية بنوعية جديدة.

2- مشروعية وجود الهيئة الشرعية:

تستمد الهيئة الشرعية أساس وجودها ومشروعيتها من خلال الأوجه الثلاثة التالية:

¹ سيد سالم عرفة، إدارة مخاطر الاستثمار، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص.127.

² محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 2010، ص.200.

³ محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات ، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص.33.



- ✓ النظام الأساسي وعقد التأسيس الصادران بإنشاء السوق المالي الإسلامي، ويجب أن يتضمن النص صراحة على إلزامية وجود الهيئة الشرعية، طريقة عملها، كيفية تشكيلها، وإلزامية قراراتها؛
- ✓ النظام القانوني الذي بمقتضاه تحدد السلطات طريقة عمل الهيئة، ومزاولتها لأنشطتها، والمحظور عليها، والمرخص لها به، وإجراءات القيد والشطب، والجزاءات التي توقع عليها؛
- ✓ لائحة الهيئة الشرعية التي تضعها الهيئة الشرعية وتوضح فيها نظام عملها، واختصاصاتها، ومسؤولياتها ومنهجيتها في الإفتاء والرقابة الشرعية.

3- الشروط الخاصة بأعضاء الهيئة الشرعية:

يشترط فيمن يُختار لعضوية الهيئة الشرعية مواصفات خاصة تفرضها في الأساس طبيعة عمل الهيئة، حيث أن مواصفات من يتولى عملية الإفتاء وإبداء الرأي الشرعي مصدرها الشريعة الإسلامية، بالإضافة للمواصفات المهنية التي تتطلبها طبيعة عمل السوق المالي الإسلامي ، لذلك يجب أن يكون الأعضاء على إلمام ودراية بآلية عمل هذا السوق¹.

الفرع الثاني- نظام تشغيل السوق المالي الإسلامي:

يتجسد هذا النظام في أوامر وعمليات السوق المالي الإسلامي.

أولاً- أوامر السوق المالي الإسلامي وعملياته:

إن إعداد وإصدار طلبات البيع والشراء المرغوب فيها للسهماء تتم وفقاً لأوامر معينة تأخذ عدة أشكال تهدف كلها لتحقيق أفضل سعر ممكن، وتنفيذه وفق آليات حسب ما تقتضيه الأوضاع الاقتصادية، ووفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

1- أوامر السوق المالي الإسلامي:

قبل قيام السهماء (الوسيط) بتنفيذ عمليات البيع والشراء يجب أن يتلقى تعليمات أو أوامر من قبل العميل لإتمام الصفقات على أكمل وجه، ويقصد بالأمر ذلك الطلب أو التفويض الذي يصدره المستثمر إلى وكيله السهماء لشراء أو بيع الأوراق والمنتجات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي، ويجر عادة بشكل مكتوب أو شفاهي حسب وسائل الاتصال المتاحة، ويجب على محدد الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية، هذا

¹ مرجعين: - رياض منصور لخلفي، هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، أيام 15-17 ماي 2005، ص.ص. 295-296.

- عبد الحميد محمود البعلي، الرقابة الشرعية الفعالة في المؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 29.



الشرط يجعل الوسيط قبل عقد الصفقة على دراية ويتعامل مع زبون مباشر بالتحقق من أهليته ، أو مع وسطاء يتولون إدارة محافظ الغير¹.

وكفاءة تنفيذ الصفقة تحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون، لذا يجب أن يتضمن التفويض ما يلي²:

- ✓ نوع العملية أو الصفقة (بيع أو شراء)؛
 - ✓ نوع الأمر ومدة صلاحيته (يوم، أسبوع، شهر أو أمر مفتوح)؛
 - ✓ عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
 - ✓ طبيعة الورقة المالية (سهم، سند، منتجات مالية أخرى)، ففي حالة الأسهم تحديد أي نوع، وفي حالة الصكوك أو السندات تحديد: تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، الأجل والنوع.
- 2- أشكال أوامر السوق المالي الإسلامي:

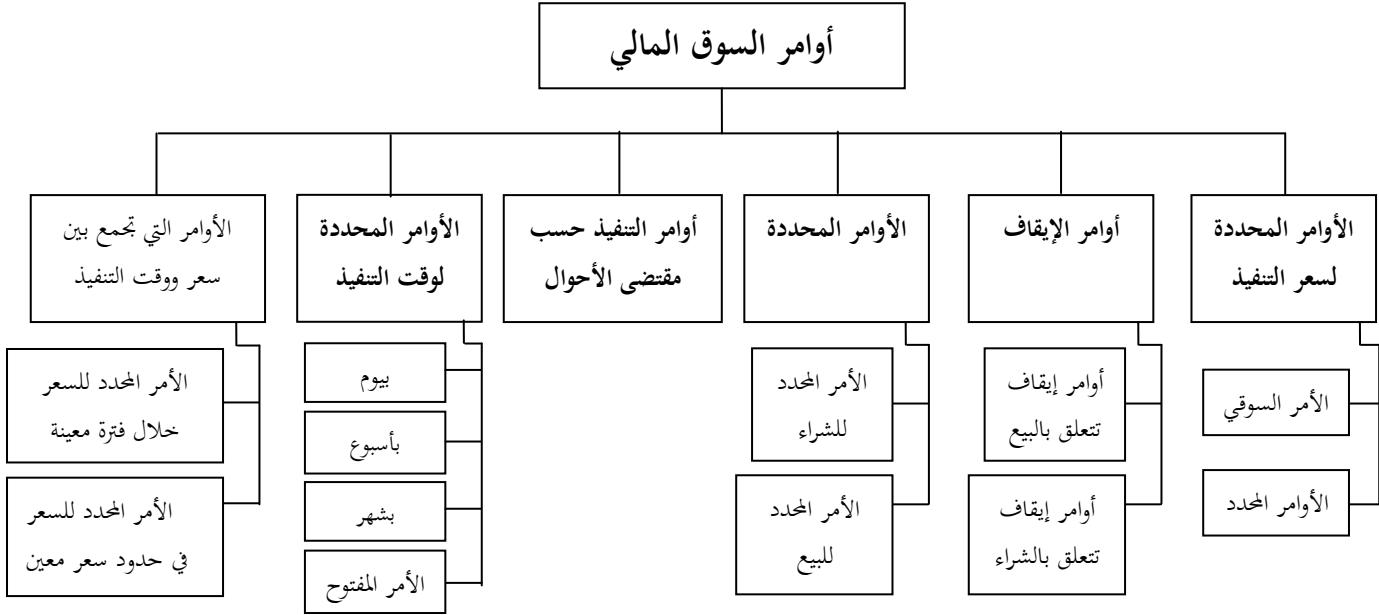
تتخذ أوامر السوق المالي عدة أشكال يمكن بيئتها من خلال الشكل التالي :

¹ مرجعين:- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ط 1، 2004، ص.172؛

- محمد يوسف ياسين ، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين ، اختصاصات المحاكم ، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط 1، 2004، ص.99.

² رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007، ص.86.

الشكل رقم (1-1): أوامر السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص.52؛
 - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.526-531؛
 - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2004، ص.32؛
 - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.126-130؛
 - محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2003، ص.52.

ثانياً- عمليات السوق المالي الإسلامي:

تنقسم عمليات السوق المالي إلى عمليات عاجلة (نقدية)، وعمليات آجلة.

1- العمليات العاجلة (الآنية) أو النقدية في السوق المالي:

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والآخر المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة تداول السوق المالي، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية، تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية، ويحقق المتعاملون أمرين من العمليات العاجلة في السوق هما:

- ✓ أرباح إيرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند التوزيع؛
- ✓ أرباح رأسمالية من خلال المضاربة على ارتفاع أسعارها، وإعادة بيعها عند تحقق ذلك.



العمليات العاجلة التي تتم في سوق الأوراق المالية جائزة شرعاً ما لم تكن على الأوراق محظور التعامل بها، وذلك لأن شروط عقد البيع والشراء من إيجاب وقبول وشروط العاقدين والمعقود عليه تنطبق على تلك العمليات¹.

وهناك صور أخرى من البيوع ضمن إطار العمليات العاجلة التي يجري التعامل بها في السوق المالي وهي:

1-1 البيع على المكشوف (البيع القصير):

هو بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكيها، ويتم تسهيل هذه العملية من خلال سمسرة الأوراق المالية، وهو الذي يرتب لعملية الشراء، وعملية مضاربة تستهدف تمكين التجار تحقيق ربح من خلال انخفاض أسعار الأسهم، وهذه العملية تعتمد على ما يلي:

- ✓ الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة وغير محددة بمدة زمنية؛
- ✓ المخاطرة على نزول الأسعار، حيث احتمال الربح والخسارة؛
- ✓ تسديد القرض، سواء كان راجحاً أو خاسراً؛
- ✓ الغرض من البيع الاستفادة العميل من فرق السعرين، وأما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود؛
- ✓ يدخل ضمن العمليات الآجلة لأن العميل ملازم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين، وملزم بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار، وذلك بشرائها من السوق.

البيع على المكشوف (البيع القصير) "غير جائز" باعتباره من القمار، وإن كان هناك عملية بيع وشراء إلا أن الغرض من هذه العملية ليس البيع والشراء وإنما المقامرة، كما أن السمسار يتصرف في مال غيره بغير إذنه.

1-2 الشراء بكامل الثمن:

- ✓ الشراء بكامل الثمن يراد به أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله².
- ✓ الشراء بكامل الثمن "جائز شرعاً" إذا كانت الأوراق المتداولة جائز بيعها كالأسم³.

1-3 التعامل بالهامش:

الشراء بالهامش هو شراء ورقة مالية بسداد جزء من ثمنها نقداً، مع سداد الباقي عن طريق قرض من السمسار أو البنك وذلك بضمان الورقة المالية ذاتها⁴، وهو يشبه البيع على المكشوف من حيث أن كلاهما يقوم على القرض، ووجه الاختلاف بينهما في أن البائع على المكشوف يقترض من سمساره نقوداً ليشتري مزيداً من الأوراق المالية التي صدر إليه أمر بشرائها، وأما التعامل بالهامش فيقوم المشتري بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية

¹ قرارات مجمع الفقه الإسلامي، 1985، ص.123.

² فتحي سليم وزيد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2002، ص.14.

³ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية : دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.316.

⁴ جلال جويادة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2018، ص.234.



للأوراق المالية المشتراة، ويعتبر باقي الثمن قرضاً يقدمه السمسار إلى المشتري، وترهن الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض حيث يقوم هذا الأخير بالافتراض بضمائها من المصارف مع سعر فائدة أقل. ويوجد نوعين من الهامش¹:

✓ الهامش الابتدائي ويتعلق بالقرض لشراء الأسهم في اليوم الأول فقط، يستخدم عادة للمضاربات السريعة؛
✓ الهامش الاستمراري وهو الذي يعلق بالقرض لشراء الأسهم لما بعد اليوم الأول².

ولمّا كان من الثابت أن التعامل بالهامش يقوم على القروض المشروطة بفائدة ثابتة محددة زمنياً ومقداراً، فاجتمعت في هذا العقد عناصر الديون الثلاثة وهي³:

✓ وجود دين مستقر في الذمة لطرف على آخر؛

✓ الأجل؛

✓ زيادة مشروطة في الدين مقابل الأجل.

فيترتب عليه حرمة هذا النوع من البيوع بدون خلاف؛ لكن إن كان بدون فائدة محددة مسبقاً فهو جائز كأن يتم الاتفاق بين المستثمر والسمسار على الاشتراك في تمويل رأس المال مقابل اقتسام الربح (مشاركة)، وذلك إن كانت الورقة المالية من الأسهم المتغيرة الأرباح⁴.

2- العمليات الآجلة في السوق المالي:

تعرف العمليات الآجلة بأنها: "العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية"⁵.

وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية⁶:

✓ التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من الطرفين البائع والمشتري؛

¹ علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 07، العدد 07، الجزء 01، 1992، ص.163.

² علي محي الدين القرة داغي، مدى قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الاستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطور والابتكار، دراسة فقهية اقتصادية، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي، 1990، ص.163.

³ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص.74.

⁴ جلال جويوة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.235-236.

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-، مرجع سبق ذكره، ص.332.

⁶ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2002، ص.202.



✓ أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعرين قبل موعد التصفية، وذلك بعد رضا الطرف الآخر؛

✓ تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببدل التأجيل.

قرر مجلس المجمع الفقهي الإسلامي في دورته الأولى بمكة المكرمة في قراره المتعلق بأسواق الأوراق المالية أن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري في السوق المالي غير جائزة شرعاً، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك¹.

الفرع الثالث- طرق تحديد الأسعار في السوق المالي الإسلامي:

يتم في السوق المالي تحديد السعر الذي يمكن عنده إجراء صفقات بيع وشراء أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية بإتباع عدة طرق يمكن توضيح أهمها في الآتي²:

أولاً- طريقة التسعير بالمناداة:

حيث يتلاقى السماسرة وجها لوجه في المكان المخصص لمثل هذه العمليات وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد والمناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع)³.

الرأي السائد يؤكد صحة هذه الطريقة في الوصول إلى السعر الذي يحقق رغبة أكثر المتعاملين، لأنه لا ظلم فيها لأي من الأطراف، وإن ترتب عليها خروج عدد من المتعاملين من السوق عند تغيير السعر، إلا أنه يترتب على ذلك في نفس الوقت دخول متعاملين آخرين تزيد بدخولهم عدد الأوامر التي يمكن تنفيذها، أو أنه لا يعتمد السعر الذي تعقد عنده صفقات على أكبر عدد ممكن من الأطراف، بالإضافة إلى أن المتعاملين قد ارتضوا هذه الطريقة وتعارفوا عليها بينهم، ولا يترتب عليها حكم شرعي حسب ما هو سائد⁴.

ثانياً- طريقة التسعير بالمقارنة:

ويتم في هذه الطريقة التدوين في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع أو طلبات الشراء عليها، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة عن طريق وسيط متخصص⁵.

¹ قرارات مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص. 123.

² محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2009، ص. 91.

³ مرجعين: - محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاصات المحاكم، مرجع سبق ذكره، ص. 105؛

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص. 76.

⁴ مبارك مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص. 572.

⁵ مرجعين: - محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة: سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة الجزائر، ج3، ط1، 2002، ص. 117؛

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص. 76.



تتفق هذه الطريقة مع الطريقة الأولى في جوهرها من حيث تحديد سعر التوازن، وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنها في أسلوب التنفيذ، فإذا كان التسعير يتم في الطريقة الأولى بأسلوب المناذاة الشفهية، فإنه يتم في هذه الطريقة بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع وطلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينها، ولذلك فالحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقة السابقة من الصحة¹.

ثالثاً- طريقة التسعير بالصندوق:

هو صورة من صور التسعير بالمقارنة يستخدم في الحالات التي تكون فيها عروض البيع وطلبات الشراء بكميات كبيرة ومتعددة، حيث يتم وضع جميع أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد حيث يحدد سعر التعامل بعد إحصاء وتفحص كل الأوامر بالأسلوب المتبع في الطريقة السابقة².
غير أن التقدم التكنولوجي في مختلف المجالات أدى إلى تطور تقنيات التعامل والتسعير وأصبحت وسائل الإعلام الآلي التي جهزت بها الأسواق المالية هي المسؤولة عن معالجة الأوامر وإعطاء سعر التوازن، وتغييره تماشياً مع ظروف السوق، الشيء الذي وقر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى السوق. لا يختلف التسعير في هذه الطريقة عنه في الطريق الثانية، إلا في أن الأوامر تجمع أولاً في صندوق، ثم يتم تجميعها من قبل الموظف المختص تمهيداً لفرزها، وهذا لا أثر له في الحكم من الناحية الشرعية، ولذلك فالحكم في هذه الطريقة كالحكم في الطريقتين السابقتين وهو الصحة³.

على العموم فنظام تسعير الأوراق المالية يخضع لقانون العرض والطلب، والسوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة في تحديد السعر، والقانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة الإسلامية على أن يسود هذا السوق المنافسة التامة المشروعة بين المتعاملين، والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعاً⁴.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.572.

² مرجعين: - محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاصات المحاكم، مرجع سبق ذكره، ص.106؛

- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.76.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.572.

⁴ جمال إعمارة وحدة رابيس، تحديات السوق المالي الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.15.

المبحث الثاني: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي

إن إجماع الفقهاء المعاصرين على اعتبار السندات " قروض ربوية " تقع في دائرة الحرام، اقتضى منهم توفير البديل الذي يحقق الغرض بعيداً عن الأضرار التي تقتزن بذلك المحرم، ويبعد الناس عن الوقوع فيه، وإيجاد البدائل الإسلامية للسندات من الضرورات الشرعية والاقتصادية، لإخراج المسلمين من دائرة الربا المحرمة، ولجذب أموال المسلمين المحجمين عن التعامل في السندات المحرمة للاستفادة منها في التنمية، فالشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل حلول تلبي الحاجات الاقتصادية فحسب، بل جاءت بتفصيل مالا يحل من المعاملات المالية، طبقاً للقول: "الأصل في المعاملات الإباحة ما لم تعارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً"، وعليه فإن الشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار وإنما حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المباح متاحاً للجهد البشري في الابتكار والتجديد¹. وقد استطاع الفقهاء الماليون تطوير مجموعة من الأدوات المالية الإسلامية التي تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموارد في المؤسسات الاقتصادية والمالية بالابتعاد عن صيغة الديون وعلاقة الدائنية والمديونية.

المطلب الأول: ماهية الأدوات المالية الإسلامية

بالنظر إلى أهمية السوق المالي الإسلامي في حياة المستثمر المسلم من خلال توفير الضمان والسيولة والربحية له، والتوازن بين هذه الأهداف هو طموح أي مستثمر، ولقد اهتم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ليتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل في هذا السوق بدلا من حرمانهم من فوائده وميزاته².

الفرع الأول- مفهوم الأدوات المالية الإسلامية وخصائصها:

تتنوع الأدوات المالية المتعامل بها في السوق المالي الإسلامي وتباين خصائصها، فمنها ما هو قائم على الاشتراك في رأس المال، ومنها ما هو قائم على الدين، إضافة إلى ما هو مستحدث تم ابتكاره تماشياً مع المستجدات والتطورات الحاصلة، فعلى الرغم من أن هذا السوق نشأ على المنهج الرأسمالي الربوي إلا أن ذلك لا ينفي ضرورة وجوب تم اشي الأدوات المالية المتعامل بها مع الضوابط الشرعية المنصوص عليها في الشريعة الإسلامية، لذلك ونظراً لحاجة الاستثمار الإسلامي لمثل هذه الأدوات فقد تم إيجاد بدائل شرعية تلبي الاحتياجات المختلفة، ولقد اقترح كثير من الباحثين أدوات مالية إسلامية عديدة يمكن تداولها في السوق المالي الإسلامي.

¹ إبراهيم سامي السويلم، صناعة الهندسة الإسلامية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004، ص.05.

² عبد القادر خدوي مصطفى ومحمد بزيرية، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانات التطور في السوق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي-خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.04.



أولاً- مفهوم الأدوات المالية الإسلامية :

تمثل الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي الأدوات والوسائل المستخدمة للتعامل ، ولها أهمية كبيرة في تنشيط العمل فيه من خلال آلية العرض والطلب، التي تنشأ بواسطة عمليات البيع والشراء في الأسواق المالية، وهذا يعني وجود علاقة قوية وتأثير متبادل، بين تطور الأسواق المالية وتطور وتعدد وتنوع الأدوات المالية المستعملة في تعاملات هذه الأسواق، مما يسمح بتوسع حركية عمل الأسواق وتطورها.

والمقصود بالأدوات (المنتجات) المالية الإسلامية ما يتكون من الصيغ والعقود والآليات المالية التي تلتزم بأحكام الشريعة، وتضاهي في إمكانية تطبيقها ومرونتها المنتجات المالية المعاصرة، ولكنها تمتاز بالمبادئ والمميزات الخاصة بالاقتصاد الإسلامي من : الملكية، المشاركة، وأن الغنم بالغرم والخراج بالضمان، وهي تبدأ بالعقود وتنتهي بالصكوك الإسلامية التي تمثل في حقيقتها لوحدها منظومة تقوم على أساس عقد من العقود المالية المشروعة¹.

ثانياً- خصائص الأدوات المالية الإسلامية:

تتميز الأدوات المالية الإسلامية بعدة خصائص لعل أبرزها²:

- ✓ الأدوات المالية تخول لحاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول؛
- ✓ إن تداول الأدوات المالية وتسييلها يخضع للشروط التي تحكم كل أداة وفقاً لما يرد في نشرة الإصدار؛
- ✓ الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها؛
- ✓ تقوم بتمويل مشروعات استثمارية مجازة شرعاً وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.

الفرع الثاني- مراحل تقويم الأدوات (المنتجات) المالية الإسلامية:

تقوم الأدوات المالية الإسلامية على مبدأ المناسبة، أي مناسبة المنتج مع الهدف المقصود منه، وتتم عملية التقويم بمرحلتين هما³:

- ✓ النظر في الغاية والهدف من المنتج فإن كانت مقبولة فينظر حينئذ في الإجراءات، وإن لم تكن مقبولة فالمنتج ابتداءً غير مقبول.
- ✓ النظر في الإجراءات التعاقدية فإن كانت صحيحة كان المنتج (الأداة) مقبولاً، وإلا لزم مراجعة الإجراءات. فالخطوة الأولى هي مشروعية الهدف، فإذا كان كذلك وجب النظر في مشروعية الوسائل المستخدمة للوصول إليه، فإذا كانت مشروعية فقد تحققت مشروعية الهدف والوسيلة فيكون المنتج صحيحاً شكلاً ومضموناً.

¹ علي محي الدين القرعة داغي، مدى قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الاستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطور والابتكار، مرجع سبق ذكره، ص.08.

² نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية، ملتقى البحث العلمي، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي، ص.07.

³ مراد كريفانر ومحمد لكحل، واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج ومتطلبات تطويرها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 53، أكتوبر 2016، ص. ص.125-126.



أما إن كان الهدف مشروعاً والوسيلة غير مشروعة، فلا بد من مراجعة الإجراءات وتصحيحها، فالغاية لا تبرر الوسيلة، أما إذا كان الهدف غير مشروع فلا جدوى من البحث في مشروعية الإجراءات لأنها لن تجدي في تصحيح هدف غير مشروع.

الفرع الثالث- شروط نجاح الأدوات المالية الإسلامية:

تمثل شروط نجاح الأدوات المالية الإسلامية في¹:

✓ وجود الأساس التنظيمي والقانوني لها، أي ضرورة التعريف بالأوراق التي تصدر، ووضع شروط تحمي حكمها من حيث الجهة المصدرة ومصداقية تمثيل هذه الأدوات لأصول ثابتة حقيقية، وكل ما يجب أن تتضمنه نشرة الإصدار؛

✓ وجود الأساس التشريعي لها؛

✓ لا يجوز تداول الأوراق بسعر سوقي يختلف عن قيمتها الاسمية إلا بعد أن يتم تحويل حصيلة الإصدار من النقود إلى موجودات عينية، أي أن تقوم الجهة المصدرة بشراء موجودات من حصيلة هذه الأوراق طبقاً لقرار مجمع الفقه الإسلامي رقم (5) المتخذ بدورته الرابعة؛

✓ وجود سوق منظم لتداول هذه الأدوات حتى يتم توفير السيولة اللازمة لحملة الأوراق بحيث يشجع هذا المستثمرين فيها، ففي حالة تأكدهم من وجود سوق منظم هذا يجعل الورقة المالية سائلة، وذلك بتسهيل بيعها عند الحاجة إلى قيمتها، كما أن وجود سوق منظم لهذه الأدوات يشجع الشركات على إصدار مثل هذه الأدوات وطرحها للاكتتاب.

المطلب الثاني: الأسهم (أدوات الملكية)

الأسهم من الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي، إلا أن هناك بعضاً من أنواعها لا يتم تداوله في هذا السوق، ومن ثم فإن حكمها الشرعي يختلف باختلاف نوعها.

الفرع الأول- مفهوم الأسهم وخصائصها:

أولاً- مفهوم الأسهم:

السهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، يُسمى كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، لا سيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، ويكون هذا السهم غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية.

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية: بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 31 ماي 2005.

فالأسهم هي: "صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها"¹.

بمعنى أنها تمثل حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية، ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق المالي². أي أن الأسهم هي صكوك ملكية تستحق نصيباً من الأرباح في نهاية السنة المالية للشركة مصدرة السهم، وبالتالي فالعائد على السهم هو قدر متغير بحسب أرباح الشركة وبحسب نوع السهم³.

ثانياً- خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص أهمها⁴:

- ✓ الأسهم صكوك قابلة للتداول إذ توفر مرونة كبيرة في الأسواق المالية مما يمكن التنازل عنها بالطرق التجارية؛
- ✓ الأسهم أنصبة متساوية القيمة إذ أن الشركة أسهمها تكون متساوية القيمة ولا يجوز لأحد إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة، ولا يحكم هذا الشرط إصدار أوراق مالية أخرى؛
- ✓ الأسهم تكون فيها مسؤولية المساهم محدودة كما تنص على ذلك قوانين الشركات ؛
- ✓ الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق فهي تأتي في الأخير عند التصفية بعد السندات.

الفرع الثاني- الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الأسهم:

وتتجسد هذه الضوابط عن طريق إصدار وتداول الأسهم بالتوافق مع الأحكام الشرعية.

أولاً- عملية إصدار وتداول الأسهم⁵:

عملية إصدار الأسهم هي عملية تتم في السوق الأولي، حيث يتم قسمة رأس المال الذي تزمع الشركة الحصول عليه عن طريق الأسهم على عدد الأسهم المزمع إصدارها متساوية القيمة ، ويتم الاكتتاب على شكل ورقة أو سجل يدون فيه الاسم وعدد الأسهم وقيمة كل سهم.

عملية تداول الأسهم هي عملية تتم في السوق الثانوي، حيث يتم التداول إما بالتسجيل بالاسم ويتم التنازل بموافقة الشركة وفي دفاتها أو التداول بالحيازة، أي تكون الأسهم لحاملها وتنتقل ملكيتها بمجرد تداولها، أما بالنسبة للأسهم لأمر فيتم التداول فيها عن طريق التظهير على ظهر السهم، ويلزم ملاحظة عدم جواز بيع الأسهم في السوق الأولي قبل نشر ميزانية الدخل للشركة (الأرباح والخسائر) وذلك منعاً للجهالة والغرر.

¹ وهبة بن مصطفى الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، سوريا، [د، ت]، ص.183.

² حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27 مارس 2004، ص.04.

³ جلال جويادة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.150.

⁴ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 133

⁵ جلال جويادة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.153.

ثانيا- الضوابط الشرعية للتعامل بالأسهم:

هناك ضوابط شرعية تنظم التعامل بالأسهم يمكن إدراجها في النقاط التالية¹:

- ✓ أن لا تكون الأسهم من النوع المحرم شرعا كالأسهم الممتازة؛
- ✓ أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا، الغرر والجهالة؛
- ✓ أن تكون طبيعة نشاط الشركة مباح، فالشركات الإنتاجية التي تعمل في إنتاج سلعة محرمة كالخمور لا يجوز التعامل بأسهمها، وكذلك الشركات التي تقدم خدمات محرمة كالبنوك الربوية.

الفرع الثالث- تصنيفات (أنواع) الأسهم:

هناك أنواع عديدة من الأسهم، وهذا التنوع يرجع إلى اعتبارات متعددة، ومعرفة هذه الأنواع وتصورها في غاية الأهمية لتنزيل الحكم الشرعي عليها، إذ الحكم على الشيء فرع من تصوره، ويمكن إدراجها فيما يلي:

أولاً- الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

تقسم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى:

1- أسهم عينية :

هي الأسهم التي يكتب بها المساهم بدفع عين (عقار أو منقول) ولا تدفع نقداً²، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

أجاز معظم الفقهاء إصدارها والتعامل بها تيسيراً على المسلمين في معاملاتهم، ولا يوجد دليل نفي لمنعها³.

2- أسهم نقدية:

وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها نقداً، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

فهذا النوع جائز شرعا باتفاق الفقهاء.

3- أسهم مختلطة:

وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا والبعض الآخر (الباقى منها) يسدد نقداً⁴.

¹ أحمد عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007، ص 26.

² علي بن الضب، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص 5.

³ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، الرياض، ط1426هـ-2005م، ص 171.

⁴ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للأسهم: دراسة حالة مجموعة من الأسواق رأس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص 30.



ثانيا- الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها:

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

1- أسهم عادية:

هي أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، تمنح لحاملها الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم¹، تصدر بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية للملكية، لهم الحق في التصويت والتدخل في الشؤون الإدارية²، ويتم استيفاء قيمتها عند إفلاس الشركة عبر ما يسمى بقسمة الغرماء³.

اتفق الفقهاء على جواز إصدار وتداول الأسهم العادية بغير خلاف⁴.

2- الأسهم الممتازة:

هي الأسهم التي تمنح للملكها فائدة ثابتة أو نصيب ثابت من الأرباح، وتكون له الأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حاملي الأسهم العادية، وبعد حاملي السندات⁵. هذه الأسهم غير جائزة شرعا لأنها تختص بمزايا لا تتوفر في الأسهم العادية، ومن ثم فإنها تخالف الأصل في قيام الشركة على أساس المساواة بين الشركاء، والذي يعتبر حقا لهم يؤدي انعدامه والتفريط فيه إلى الربا أو الظلم وكلاهما محرم شرعا⁶.

3- أسهم مؤجلة:

وهي التي تعطى للمؤسسين، ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيب من الأرباح الموزعة إلا بعد سداد حاملي بقية الأسهم⁷، هذا النوع غير جائز شرعا لأن عقد الشركة في الفقه الإسلامي يقوم على المساواة بين جميع الشركاء وتحمل الجميع المخاطرة واستحقاقهم الأرباح.

¹ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص 41.

² معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص.ص.92-94.

³ جلال جويذة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.154.

⁴ سعد بن تركي الختلان، الأسهم الجائزة والمحظورة، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون،

جامعة دبي، 2007، ص.13.

⁵ حسن حمدي، دليلك في البورصات والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006، ص.277.

⁶ محمد عبد الفتاح النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية : رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص.79.

⁷ عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018، ص.269.



ثالثاً: الأسهم من حيث طريقة التداول أو الشكل القانوني:

تصنف الأسهم حسب معيار الشكل القانوني الذي تتداول به كما يلي:

1- أسهم اسمية:

وهي أسهم مسجلة في صكوك باسم صاحبها¹، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على الاسم، اللقب، الوطن، جنسية المساهم، نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، نوع الشركة وعنوانها، رأسمالها، مركزها، بالإضافة إلى بيان المدفوع من قيمة الأسهم لأن كل مساهم مدين بما أكتسب به، وعملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

أجاز الفقهاء إصدارها وتداولها، فملكية صاحبها حصة في الشركة تعطيه الحق في حمل الصكوك المثبتة

للحصة باسمه²، مصداقاً لقوله عز وجل: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى

فَاكْتُبُوهُ³﴾، وقول الرسول صلى الله عليه وسلم: "من أسلف فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم"⁴.

2- أسهم لحاملها:

هي أسهم تصدر دون اسم معين حيث تكون الملكية فيها بالحيازة⁵، ويتم التنازل عنها بتسليمها من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق الأسهم للحائز لها، وتهدف لتحقيق المرونة العالية في التعامل.

الرأي الأول الجواز حيث نص قرار مجمع الفقه التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي رقم 63 (7) و(5/8)

على: "بما أن المبيع هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة، فلا مانع من شراء أو إصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة، وتداولها"⁶.

الرأي الآخر عدم الجواز حسب عدد من الباحثين لجهالة الشريك، وأن إصدار هذا النوع من الأسهم

يؤدي إلى النزاع والخصومة وإلى ضياع الحقوق، فيصبح حامله شريك بدون وجه حق وتعتبر بذلك هذه الأسهم باطلة، ويجب رد قيمة الأسهم للشريك الأول أو استبدالها بقيمتها الاسمية، وإلا كانت الشركة فاسدة⁷.

¹ جلال جويادة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.157.

² نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص.48.

³ سورة البقرة، الآية 282.

⁴ أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، دار ابن كثير، الحديث رقم 2240، دمشق، 2002، ص.534.

⁵ جلال جويادة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.157.

⁶ جاسم علي سالم الشامي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع، بحث مقدم للمؤتمر

العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، أيام 15-17 ماي 2005، ص.758.

⁷ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص.181-182.



3- أسهم لأمر:

هي الأسهم التي يكتب عليها لأمر وتتداول بطريقة التظهير دون الرجوع للشركة، فيصبح الثاني هو المالك الجديد للسهم، والأول متخليا عنه¹، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

أجاز الفقهاء هذا النوع شرعا لانتفاء الجهالة بمعرفة المساهم الثاني، ولا ينجزي إلى منازعة أو ضرر².

رابعا: الأسهم من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة

تقسم الأسهم وفق هذا الاعتبار إلى نوعين هما:

1- أسهم رأس المال:

وهي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة ولا يجوز له استرداد قيمتها ما دامت الشركة قائمة، ولا تعود له إلا عند التصفية النهائية، وهذا هو الأصل لجميع الأسهم³.

إصدار وتداول هذا النوع من الأسهم جائز شرعا لاتفاقها مع قاعدة المساواة بين الشركاء، ومع الأصل في بقاء السهم في الشركة لوقت انقضائها⁴.

2- أسهم التمتع:

هي التي تصدرها الشركة كبديل للأسهم المستهلكة، وهي التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها إلى المساهم على دفعات أو دفعة واحدة⁵، ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي، إلا أن الحكومة تؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز، ومن ثم تقوم هذه الأخيرة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تُستهلك جميعا عند انتهاء مدة الامتياز⁶.

منها ما هو جائز ومنها ما هو غير جائز حسب التالي⁷:

➤ **الجائز من أسهم التمتع:** يجوز من أسهم التمتع أن يعطى المساهم قيمتها بأقل من القيمة الحقيقية، فيبقى له حق في موجودات الشركة وفي رأسلها الاحتياطي، فيحق له حينئذ أن يأخذ جزء من أرباح الشركة ولو كان أقل من أرباح المساهمين الذين لم يأخذوا قيمة أسهمهم من الشركة؛

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص.88.

² مرجعين: - أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.177-178؛

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، مرجع سبق ذكره، ص.88.

³ محمد عثمان بشير، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي، دار النفائس عمان، ط6، 2008، ص.201.

⁴ محمد عبد الفتاح النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.93.

⁵ عبد الفضلي محمد أحمد، الشركات، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2011، ص.319.

⁶ يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص.48.

⁷ محمد عبد الفتاح النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.95-



✚ غير الجائز من أسهم التمتع:

✓ إذا سددت القيمة الحقيقية للسهم سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية فلا يجوز لصاحبها أن يبقى شريكاً، ولا يستحق الحصول على أرباح الشركة ولا يتحمل خسارتها، لأن صلته بالشركة قد انقطعت ويكون قد استوفى ماله؛

✓ إذا سددت القيمة الاسمية للسهم، وكانت أعلى من القيمة الحقيقية فلا يجوز لصاحبها البقاء في الشركة ويحصل على الأرباح فيما بعد، لأنه قد استوفى رأس ماله المدفوع كاملاً بغير نقصان.

خامس- الأسهم من حيث القيمة:

قد يحمل السهم أكثر من قيمة، وهذه القيم هي كالتالي¹:

1- القيمة الاسمية:

هي قيمة السهم المثبتة في الصك ذاته، الذي يعطى لمالك السهم والتي دفعها المساهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

جائزة شرعاً لأن الأصل أن يكون الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس المال مطابقاً للمبلغ المدفوع.

2- قيمة الإصدار:

هي القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال مضافاً إليها مصاريف وعلاوة الإصدار.

جائزة شرعاً إذ لا يوجد ما يمنع من إضافة ما تحتاجه الشركة من مصروفات إلى قيمة السهم.

3- القيمة الحقيقية:

هو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها، وإعطاء القيمة الحقيقية أمر يقره الفقه الإسلامي، وحسب ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر تؤثر في القيمة الحقيقية للسهم.

4- القيمة السوقية:

وهي قيمة السهم حين يباع في السوق المالي وفق العرض والطلب والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية، وتتوقف على العائد المتوقع².

اعتبار هذه القيمة وتداول الأسهم على ضوءها أمر لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها الاسمية وحسب سعر السوق.

5- القيمة الدفترية:

¹ محمد عبد الفتاح النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.99-103.

² جلال جويطة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.156.



تستعمل في حالة تصفية الشركة، وتحسب بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

سادسا- الأسهم من حيث التصويت:

تقسم الأسهم وفقا لهذا الاعتبار إلى ما يلي¹:

- 1- أسهم مصوتة هي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية والتصويت والانتخاب، وهي جائزة شرعا؛
- 2- أسهم غير مصوتة هي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكيها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة، وهي جائزة شرعا.

سابعا- الأسهم من حيث المنح أو عدمه:

تقسم الأسهم وفقا لهذا الاعتبار إلى ما يلي²:

- 1- أسهم يدفع صاحبها قيمتها (غير مجانية) هي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها؛
- 2- أسهم منح³ (مجانية) هي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا في حالة زيادة رأس مال الشركة في حالة ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها بصورة تتناسب مع مقدار الأسهم وهي جائزة شرعا ما دام المنح يتم بالتناسب مع مقدار الأسهم، إذا ا هذا المال حق المساهمين فلهم الحق في الحصول عليه بأي طريق مشروع.

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية (أدوات الدين)

لقد اهتم الباحثون الاقتصاديون المعاصرون بإيجاد أوراق مالية إسلامية كبديل للسندات المحرمة شرعا، وهو اهتمام قديم، ولا زالت الدول الإسلامية المهتمة تسعى إلى أسلمة الأدوات المالية وتجسيد فكرة الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وذلك بهدف تمويل مشروعات ضخمة من خلال إشراك مختلف الفعاليات الاقتصادية من أفراد ومؤسسات وبنوك وغيرها في هذه المشروعات من خلال الاشتراك في شراء هذه الصكوك، وبذلك يشارك حملة هذه الصكوك في ربح تلك المشاريع الضخمة أو الدخل الناتج منها، ولو أصدرت هذه الصكوك على هذا الأساس لأدت دورا كبيرا في تنمية العمل المصرفي الإسلامي ولساهمت مساهمة كبيرة في الوصول إلى المقاصد النبيلة التي تهدف إليها الشريعة الإسلامية الغراء.

الفرع الأول- ماهية الصكوك الإسلامية :

الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الإسلامية الحديثة.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.96.

² علي محي الدين القرعة داغي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 06، الجزء 02، 1990، ص.562.

³ عزيزة بن سميعة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص. 273.

أولاً- نشأة الصكوك الإسلامية:

إن فكرة التصكيك في التاريخ الإسلامي تعود إلى تجربة صكوك الطعام أو صكوك مروان بن الحكم، حيث كانت هذه الأخيرة تُدفع للجنود والعمال الإداريين مقابل أجورهم، ويأخذون قيمتها طعاماً في وقت لاحق¹، لكن فكرة الصكوك الإسلامية بمفهومها الحديث لم تتعدَّ ثلاثة عقود، كان للمجمع الفقهي الإسلامي دوراً أساسياً في تخريجها بضوابط متماشية مع تطورها²، والجدول التالي يمثل سرداً لأهم التواريخ البارزة في مسيرة تطور الصكوك الإسلامية.

الجدول رقم (1-1): التاريخ الشرعي للصكوك

التاريخ	نوع الحدث	الحدث (التفصيل)	الجهة
فيفري 1976	طرح صكوك	ظهر أول اهتمام بطرح صكوك إسلامية بديلاً للسندات التقليدية.	المؤتمر العالمي الأول للاقتصاد الإسلامي
1978	سندات المقارضة	إنشاء قانون البنك الإسلامي الأردني المؤقت رقم (3).	الدكتور سامي حمود
1981	سندات المقارضة	-تأصيل قواعد سندات المقارضة وإخراجها بصورة مبدعة ومتميزة. -إصدار القانون رقم (10) خاص بسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية	اللجان العلمية المتخصصة في وزارة الأوقاف الأردنية
1984	صكوك المشاركة	-طرح تركيا صكوكاً للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984. -تقديم اقتراح لتداول الصكوك الاستثمارية في حالة السلم و الإيجار والمرابحة، لمعلومية الربح في هذه الصيغة.	ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس
أكتوبر 1986	سندات المقارضة والتنمية والاستثمار	-التأكيد على أهمية الموضوع. -تكليف باحثين متخصصين ليتمكن المجتمع من اتخاذ القرار.	مجمع الفقه الإسلامي الدولي
أوت 1988	سندات المقارضة	الصيغة المقبولة شرعاً لصكوك المقارضة.	مجمع الفقه الإسلامي الدولي
مارس 1990	السندات	-تحريم السندات. -اقتراح البديل وهو الصكوك القائمة على أساس المضاربة.	مجمع الفقه الإسلامي الدولي
2001	سندات حكومية	اعتماد صيغة بيع السلم عند إصدار هذه السندات.	مؤسرة نقد البحرين
جانفي 2002	الدين وبيع الدين	-تحريم التعامل بالسندات. -عدم جواز تصكيك الديون بحيث تكون قابلة للتداول في سوق ثانوية لأنه في معنى حسم الأوراق التجارية. -أصدرت ماليزيا صكوك بقيمة نحو مليار (01) دولار.	مجمع الفقه الإسلامي الدولي
ماي 2003	صكوك الاستثمار	إصدار المعيار الشرعي رقم 17 لصكوك الاستثمار حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها في تاريخ	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

¹ كمال توفيق خطاب، الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي-03 جوان 2009، ص 09.

² محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013، ص 78.

الفصل الأول: تعاملات السوق المالي الإسلامي.

	إصدار هذا المعيار.		
مجمع الفقه الإسلامي الدولي	أصدر القرار رقم 127(15/3): -تتضمن ضوابط صكوك الإجارة. -أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك على من اشترت منه تلك الأعيان. - أوصى بدراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.	صكوك الإجارة	مارس 2004
مجمع الفقه الإسلامي الدولي	التوصية بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة: أعيان ومنافع ونقود وديون.	استكمال صكوك المقارضة:مكوتها	جوان 2006
صندوق النقد الدولي	-التأكيد على الطفرة في معاملات التصكيك الإسلامي تمحضت عن زيادة إصدار الصكوك بمقدار أربعة أضعاف. -التأكيد أن عددا متناميا من البلدان يفكر في دخول سوق الصكوك. - أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية. -تجاوزت قيمة إصدارات ماليزيا للصكوك (94) مليار دولار.	التمويل الإسلامي يشهد توسعا سريعا	سبتمبر 2007
هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية	-تراجع سوق الصكوك مع بداية الأزمة المالية. -النقد الفقهي الذي تعرضت له نتيجة وقوع التجاوزات الشرعية فيها	مشكلة الصكوك	فيفري 2008
الهيئة الشرعية العالمية للزكاة	أصدرت فتوى: تزكى أموال صكوك المقارضة المستوفية لضوابطها الشرعية زكاة عروض التجارة مع توافر شروط الزكاة فيها.	زكاة الصكوك	أفريل 2008
صندوق النقد الدولي	-التأكيد على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية (الحكومية). - التأكيد على أن الصكوك تلقى اهتماما أكثر من المسلمين وغيرهم. -التأكيد على أبرز التحديات التي تواجه الصكوك: القوانين والخلاف الفقهي.	إصدارات السندات الإسلامية	جويلية 2008
المجلس الأوربي للإفتاء	-عقد الإجارة الواردة على : منافع الأعيان يمكن الاستفادة منه من خلال الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة حيث تعتبر من أكثر أنواع الصكوك مرونة وضبطا.	الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة	جويلية 2008
مجلس الخدمات المالية الإسلامية	-تعريف ووصف هيكل الصكوك. -المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية للصكوك. -المتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك والصكوك. -معالجة التعرض لمخاطر الصكوك والتصكيك لأغراض رأس المال النظامي -معالجة وتخفيف مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك. -معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر أو المنشئ. -معالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.	متطلبات كفاية رأس المال والتصكيك	جانفي 2009
مجمع الفقه الإسلامي الدولي	-جواز وقف الصكوك لأنها أموال معتبرة شرعا. - الأحكام والضوابط الشرعية وقف الصكوك	وقف الصكوك	أفريل 2009
مجمع الفقه الإسلامي الدولي	-استعراض خصائص الصكوك وأحكامها. -التأكيد على إيجاد الإطار القانوني للصكوك.	الصكوك الإسلامية	ديسمبر 2009
ندوة الصكوك الإسلامية (مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي بجامعة الملك عبد	-التأكيد على ضرورة ضبط القواعد الشرعية التي تحكم العمل بالصكوك الإسلامية (بروز مخالفات وأخطاء وإخفاقات بعض الإصدارات في التطبيقات	الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار	ماي 2010



الفصل الأول: تعاملات السوق المالي الإسلامي.



العزیز بجدة بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي للبحوث والتدريب)	العملية للصكوك الإسلامية وانحرافها عن مقاصدها الشرعية). - توصيات بطرح الصيغة المقبولة شرعا للصكوك المعنوية وتحديد الضوابط الشرعية التي تحكم إصدارها وتداولها.	وتداول الصكوك الإسلامية
--	--	-------------------------

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على - مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية؛

- يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص.ص. 22-25؛

- زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية لاقتصادية، دار الثقافة، عمان، 2012، ص.ص. 65-110؛

- محمد سعد عامر، الأصول الشرعية في الاقتصاد الإسلامي : العدالة الاجتماعية في الاقتصاد الإسلامي، الصيرفة الإسلامية، أثر تحرير الخدمات المصرفية على المصارف الإسلامية، الاستخلاف كمدخل لمنهج الفكر الاقتصادي وملكية وسائل الإنتاج، الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2018، ص.ص. 126؛

- ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص. 10.

- محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 74.

ثانيا- مفهوم الصكوك الإسلامية:

تعد الصكوك الإسلامية من أبرز المنتجات المالية الإسلامية، وتقوم وترتكز على مبدأ التوريق أو التصكيك الذي يقصد به عملية تحويل الأصول المالية غير السائلة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق الأوراق المالية، وهي أوراق تستند إلى ضمانات عينية أو مالية¹؛ أو هو تحويل الموجودات العينية أو المنافع إلى صكوك قابلة للتداول مع مراعاة بعض الضوابط الشرعية التي تقوم على أساس ملكية المستثمر أصولا تدر دخلا يمثل عائد الصك².

وعرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي التصكيك بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات أعيان، أو منافع، أو حقوق، أو خليط من الأعيان والمنافع والديون قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه"³.

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى جهة أخرى صندوق أو مؤسسة تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول وبذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانيا، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية⁴.

فتعرّف الصكوك الإسلامية على أنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول"⁵؛

¹ أحمد سليمان محمود خصاونة، أثر العولمة على المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي جامعة اليرموك، إربد، 2006، ص. 946.

² سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010، ص. 357.

³ حمزة بن الحسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010، ص. 02.

⁴ كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص. 08.

⁵ طارق الله خان وأحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية-، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، مراجعة: رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ط 1، 2003، ص. 55.



أو هي " أوراق مالية قابلة للتداول تثبت ملكية حاملها، وتتسم بأنها ذات مخاطر متدنية وإيراد قابل للتوقع، ولا يضمن مصدر الورقة رأس مالها ولا عائدها إلا في التفريط"¹؛

وتعرّف كذلك بأنها: " شهادات أو وثائق أو سندات تصدر باسم المكتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، وهي تمثل حصص شائعة في رأس المال وتكون متساوية القيمة وقابلة للتداول، ولملكها حقوق وواجبات خاصة ضمن ضوابط الاستثمار والتداول الإسلامي"²؛

وعرّفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: " وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أُصدرت من أجله"³؛

وهي عبارة عن أدوات ملكية قصيرة الأجل تمّ تطويرها لتلبي احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور والمؤسسات، ويتم إصدار الصكوك بقصد تمويل مشروع استثماري محدد أو تمويل الجانب الاستثماري في الموازنة العامة للدولة، وهي البديل للسندات، أما ما معين الصكوك فهو مجموعة من الأصول تجمع في معين واحد وتورق بغرض إصدارها⁴.

ومن هذه التعاريف يتّضح ما يلي:

✓ تمثل الصكوك حصّة شائعة في المشروع الذي يمول من حصيلة إصدارها، وينبغي أن يكون النشاط أو المشروع الممول يتّفق وأحكام الشريعة الإسلامية؛

✓ يكون العائد حصّة من الربح الذي يحققه المشروع إن وجد، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً، أو أن يكون نسبة محدّدة مسبقاً من قيمته الاسمية؛

✓ يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة ومستقلة عن ذمة مصدر الصكوك⁵؛

✓ تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول في الهوصة، وهي بذلك تساعد المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها؛

¹ محمد علي القري، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، يومي 27-28 ماي 2008، ص.01.

² نعيمة برودي، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص.02.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 17، البحرين، 2007، ص.288.

⁴ محسن أبو عوض، الصكوك الإسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013، ص.33.

⁵ فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفية، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متاح على الموقع: <http://www.cbos.gov.sd/node/738>.



✓ الصكوك الإسلامية هي أدوات لتمويل الاستثمارات وفق صيغة من صيغ الاستثمار الإسلامي.

ثالثا- خصائص الصكوك الإسلامية وضوابطها الشرعية:

تتميز الصكوك الإسلامية بمجموعة من الخصائص التي تكون موافقة لضوابط الشريعة الإسلامية.

1- خصائص الصكوك الإسلامية:

تتميز الصكوك الإسلامية بالخصائص التالية¹:

✓ يتم إصدار الصكوك على شكل أوراق مالية بمقتضى عقد شرعي يبين أطرافها، ويحدد شروط تداولها وإدارتها؛

✓ تستند الصكوك في إصدارها إلى أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية؛

✓ تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائدا عن استثمار شرعي؛

✓ يستحق حملة الصكوك نسبة الربح المتفق عليها المحددة في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائر بقدر قيمة

صكوكهم؛

✓ تعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية الأعيان أو المنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية، أو

الخليط من ذلك؛

✓ تكون غير قابلة للتجزئة، وتكون موجودات الإصدار حقيقية؛

✓ تنوع المشاريع الاستثمارية إلى أشكال كثيرة بحسب اعتبارات متعددة.

2- الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية:

تتمثل الضوابط الشرعية للصكوك الإسلامية في²:

✓ محل الصك لا يمكن أن يتضمن نقدا أو دينا بل جزء شائع من ملكية عين استعماله أو منافع ذات أجل؛

✓ استحقاق مالك الصك عائد محدود منقوص منه نفقات الصيانة والإدارة بالنسبة لصكوك الإجارة؛

✓ عدم جواز ضمان مصدر الصكوك أو مديرها أصل قيمة الصك أو عائده؛

✓ الصك يمكن أن يكون اسميا لحامله؛

✓ عدم جواز استئجار البائع إجارة مقترنة بالوعد بالتملك؛

✓ تطبيق مبدأ عدم سريان قرارات المحامع الفقهية بأثر رجعي.

رابعا- أهمية وأهداف الصكوك الإسلامية:

للصكوك الإسلامية أهمية وأهداف متعددة.

1- أهمية الصكوك الإسلامية:

لقد ازدادت أهمية إصدار الصكوك الإسلامية نتيجة العدي من العوامل أهمها:

¹ محمد سعد عامر، الأصول الشرعية في الاقتصاد الإسلامي: مرجع سبق ذكره، ص.ص. 123-124.

² بدر الدين برحالية، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013، ص.ص. 03-04.



- ✓ إن الوصول بالصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وح كمة وتكامل النظام الإسلامي؛
- ✓ تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛
- ✓ الصكوك أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، وذلك يتطلب العديد من الإجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق¹؛
- ✓ المشاركة الشعبية الشاملة من قبل الأفراد لسد الاحتياجات التمويلية اللازمة لدعم الموازنة العامة، حل مشكلة المديونية التي تكون ديون خارجية أو داخلية في صورة قروض ربوية، حيث تقوم الدولة بتحويل تلك القروض إلى صكوك ملكية خدمات عامة تقدمها للمواطنين كخدمات التعليم، الصحة، النقل... الخ؛
- ✓ تساهم في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل، وفي تشغيل الأموال المعطلة؛
- ✓ تمويل مشروعات البنية التحتية والمرافق الحكومية وتوفير التمويل اللازم للمشروعات العامة والخاصة، وكذلك المؤسسات المالية بما يساهم في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في المجتمعات الإسلامية بدل الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام²؛
- ✓ تعبئة المدخرات من الراغبين في التعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية؛
- ✓ سهولة تدفق الأموال للاستثمارات بما يساعدها بالتوسع في أنشطتها؛
- ✓ توسيع و تطوير قاعدة السوق المالي من خلال القابلية للتداول؛
- ✓ التطوير في تنوع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية، وتنويع المخاطر؛
- ✓ إتاحة الفرصة للمؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛
- ✓ إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم؛
- ✓ تنشيط وتدويل الأسواق المالية، بالإضافة إلى إتاحة الفرصة لتنشيط سوق مالي إسلامي موحد؛
- ✓ اندماج اقتصاديات البلدان الإسلامية مع جميع بلدان العالم³.

¹ علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية، عمان، يومي 18-19 جويلية 2010، ص.12.

² زياد جلال الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، بحث مقدم للمؤتمر العالمي: قوانين الأوقاف وإدارتها-وقائع وتطلعات-، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، أيام 20-22 أكتوبر 2009، ص.04.

³ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهومها، أنواعها، آليات التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014، ص.205.



2- أهداف الصكوك الإسلامية:

تتمثل الأهداف الأساسية لإصدار الصكوك الإسلامية فيما يلي:

✓ المساهمة في جمع رأس مال تمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفق مختلف صيغ التمويل الإسلامية في أسواق المال لتكون حصيلة الاكتتاب فيها رأس مال المشروع؛

✓ تسعى إلى الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع وتطويرها، وهو الإجراء الذي يتم بموجبه تحويل الأصول المالية للحكومات والشركات إلى وحدات تتمثل في الصكوك الإسلامية، ومن ثم عرضها في السوق لجذب المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل¹؛

✓ تحسين القدرة الائتمانية والهيكلة التمويلية للمؤسسات المصدرة للصكوك من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا.

الفرع الثاني - آلية التعامل بالصكوك الإسلامية :

الصكوك الإسلامية أداة حديثة النشأة إلا أن التعامل بها يعرف انتشارا واسعا لما تحظى به من ميزات، فهي تستند على أسس وقواعد واضحة المعالم مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية.

أولا- أطراف إصدار الصكوك الإسلامية:

عند إصدار الصكوك الإسلامية يجب توفر أطراف معينين.

1- أطراف الصكوك الإسلامية:

تتمثل أطراف الصكوك الإسلامية في²:

1-1 مصدر الصكوك وهو المستفيد من حصيلة إصدار الصكوك، أي بائع الأصول والموجودات التي تمثلها الصكوك، وقد يكون المصدر شركة أو حكومة أو فرد، أو مؤسسة مالية، وقد تنوب عن المصدر مؤسسة إصدار وسيطة؛

2-1 حملة الصكوك وهم المالكون لموجودات الصكوك التي اشتروها من مصدرها بهدف الاستثمار؛

3-1 مدير الصكوك وهو الذي يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وذلك على أساس عقد المشاركة أو المضاربة أو الوكالة، والغالب عمليا أن يكون هو مصدر الصكوك أو مؤسسة تابعة له.

2- أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية:

تمر عملية إصدار الصكوك بعدة مراحل بدءا بخطوات التصكيك وصولا إلى أسس وقواعد الإصدار، وتدخل في عملية التصكيك الإسلامي أطراف عديدة يمكن ذكرها فيما يلي¹:

¹ أشرف محمد دواية، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ط1، 2009، ص. 27.

² المرجع نفسه، ص. 124.



1-2 المصدر الأصلي (المنشئ) هو الجهة التي تملك المشروع المراد إنشاؤه أو توسعته (صاحب أو بائع الأصول الأول، أو محفظة حقوق مالية تبعية¹ وتحصل على قيمتها نقداً)، إذ يمكن أن يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية²، وقد تنوب عن مصدر الصكوك أو المنشئ مؤسسة مالية وسيطة في تنظيم عملية الإصدار (وهو الغالب)، مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، كما يمكنه أن يدير المشروع بنفسه³، أو يكلف مدير استثمار من أجل القيام بذلك، ويستهدف بذلك استخدام حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية؛

2-2 وكيل الإصدار: هو عبارة عن مؤسسة متخصصة (منشأة ذات الغرض الخاص) تقوم بتنظيم الإصدار والإدارة وتقديم الصكوك للمستثمرين، حيث تكون العلاقة بين المنشئ ووكيل الإصدار مبنية على أساس عقد الوكالة بأجر؛

3-2 مدير الاستثمار هو الجهة التي تخول لها إدارة الاستثمار وتوجيهه تبعاً للشروط الموضحة في نشرة الإصدار، كما تتولى هذه الجهة إعداد الدراسات الاقتصادية الأساسية واختيار الصيغة والطريقة التي ستدار بها أموال الاستثمار⁴؛

4-2 حاملوا الصكوك (المستثمرون) هم الذين يشترون الصكوك المطروحة للاكتتاب العام في الأصول التي تم تصكيكها مقابل أن يستردوا أصل قيمة الصك والعائد منه الناتج عن نشاط الأصول التي تم تصكيكها في تاريخ الاستحقاق⁵؛

5-2 شركة التصنيف الائتماني وتمثل وكالات متخصصة مثل وكالة (RAM Rating Agency Malaysi) ومقرها البحرين والوكالة الماليزية للتصنيف الائتماني^{*} IIRA الإسلامية الدولية للتصنيف، ودور هذه الشركات تصنيف الإصدارات المالية المطروحة في سوق رأس المال من حيث تحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة وتحديد المخاطر التي تنطوي عليها، إضافة إلى تقييم كفاءة العميل⁶؛

¹ عبد الباري مشعل، مبادئ وضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية، ندوة حول تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية الفعالة، تنظيم شركة الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، 17 سبتمبر 2006، ص.ص. 07-08.

² زاهرة علي محمد بن محمد بن عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2008، ص. 84.

³ عميل جاسم النشمي، التوثيق والتصكيك وتطبيقاتهما، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص. 26.

⁴ عبد الستار أبو غدة، صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم واقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مج 2، 2005، ص. 614.

⁵ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص. 40.

^{*} IIRA: Islamic International Rating Agency

⁶ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص. 85.



2-6 أمين الإصدار هو الطرف الذي توكل إليه مهمة حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار وذلك على أساس عقد وكالة تحدده نشرة الإصدار¹؛

2-7 متعهد الدفع هو الجهة التي تتعهد باكتتاب باقي الصكوك التي لم يتم الاكتتاب بها، ومن الممكن أن تتعهد بدفع حقوق حملة الصكوك بعد تحصيلها، بشرط أن يتم هذا الالتزام دون أجر ممن قدمه ويعلن عنه في نشرة الإصدار؛

2-8 جهة الرقابة الشرعية تقوم بدراسة هيكل الإصدار من الجانب الشرعي وتضع المعايير الشرعية التي تضبط عملية التصكيك، وفي حالات تلزم وجود جهة تراقب مدى التزام جهة الإصدار ومدير الاستثمار بالمعايير الشرعية²؛

2-9 مدير الإصدار هو المؤسسة الوسيطة التي تنوب عن المكتتبين (حملة الصكوك) في تنفيذ عقد الإصدار مقابل أجر³.

2-10 المستشار القانوني والضريبي يقدم آراء أساسية بشأن الهيكل والعقود الأساسية من ناحية نتائجها القانونية والضريبية⁴.

ثانياً- تداول الصكوك الإسلامية:

بشكل عام يجوز تداول الصكوك إلا أنه هناك شروط واستثناءات لذلك⁵:

✓ يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط؛

✓ 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 الاسمية للصك؛

✓ يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها في ما لا يخالف الشرع؛

✓ يجوز إجراء إجارة موازية على عين بنفس مواصفات المنفعة لحملة الصكوك؛

✓ يجوز تداول أو استرداد صكوك الإستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الإستصناع؛

✓ لا يجوز تداول صكوك السلم؛

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2011، ص. 250.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، عمان، ص. 86.

³ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مرجع سبق ذكره، ص. 85.

⁴ محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة: عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا أنترناشيونال، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، بيروت، 2009، ص. 62.

⁵ محمد نضال الشعار، تساؤلات اقتصادية، حلب، ط4، 2009، ص. 319-320.

✓ يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.

ثالثاً- الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

بمقارنة خصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم نجد أنها تشترك في الأمور التالية¹:

- ✓ يمثل كل من السهم والصك حصة شائعة في صافي أصل ول الشركة أو المشروع، وهذه الأصول تشتمل غالباً على الأعيان والمنافع والحقوق، ثم في ما تؤول إليه هذه الأصول من نقود أو ديون، والشرط في صحة تداول كل منهما ألا تكون النقود وحدها أو الديون وحدها أو هما معا يمثلان غالب أصول الشركة أو المشروع، فإن كانت كذلك خضع تداول السهم والصك لأحكام التصرف في الديون والنقود في الشريعة الإسلامية؛
- ✓ يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة أو الصك الذي يملكه في المشروع إلى رأسلم الشركة أو المشروع؛
- ✓ يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والقبض والحيازة وهي أمور تلزم لصحة التصرف.

وتختلف الصكوك عن الأسهم فيما يلي:

◀ مالكي الأسهم يشتركون في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشاريع بطريقة مباشرة، والشريعة الإسلامية ترى أن هذه الصورة من الاستثمار تعتمد على أن رب المال لا يشارك في اتخاذ القرار الاستثماري، ولا يتدخل في إدارة المشروع، وله أن يختار بين المدير والخبرة.

◀ الأسهم مشاركة دائمة في الشركة تبقى مدى حياتها، وإن انتقلت ملكي لها من شخص لآخر، لأنها تمثل رأسمال الشركة المصدرة، فهي غير قابلة للرد من قبل الشركة، في حين أن الصكوك ليست بالضرورة مشاركة دائمة في المشروع، فقد يكون إصدار الصكوك لتمويل مشروع بحيث تؤول ملكية المشروع إلى الطرف الآخر على مراحل زمنية معينة.

ويمكن تلخيص مقارنة لخصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): مقارنة خصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم

البيان	الأسهم	الصكوك الإسلامية
تاريخ التطبيق	1600	1990
طبيعة العلاقة التعاقدية	ملكية حصة شائعة من الأصول	ملكية حصة شائعة من الأصول

¹ فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولاتها، بحث مقدم لمنظمة المؤتمر الإسلامي بجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات ت العربية المتحدة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص.ص.17-18.

مصدر العائد	العائد من الاستثمار	العائد من الاستثمار
القابلية للتداول	قابلة للتداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات، حيث يعد الصك دليلاً على نقل الملكية في عمليتي الشراء والبيع باستثناء صكوك البيوع لا تتداول.
المدة الزمنية	دائمة	مؤقتة
درجة المخاطرة	مرتفعة	تعتمد على لاستثمار
القيود المحاسبي	تظهر في الميزانية	خارج الميزانية

المصدر: زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 78-79.

الفرع الثالث- أنواع الصكوك الإسلامية وتحديات تطورها:

تصدر الصكوك الإسلامية وفقاً للعقود الشرعية، ولها أنواع عديدة، ويتعرض تطورها لتحديات مختلفة.

أولاً- معايير تصنيف الصكوك الإسلامية وضوابط إصدارها:

تتعدد الصكوك الإسلامية وتتنوع وتختلف أحكامها من صك لآخر، وقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً منها، غير أن الصكوك الأكثر انتشاراً يمكن حصرها في الأنواع التالية:

1- الصكوك القائمة على عقود المشاركة:

هي الصكوك التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة، وتنطوي تحت هذا التصنيف كل من صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، الصكوك الزراعية.

1-1 صكوك المضاربة:

المضاربة هي عقد شركة في الربح بمال من جانب وعمل من جانب¹، أو هي اتفاق جانبيين من أجل تحقيق الربح بحيث يشارك أحد الجانبين بالمال، والجانب الآخر بالعمل وهو المضارب²، وتحدد النسب حسب الشروط التي يحددها الجانبان، ولا بد أن يقوم المضارب بالاتجار في المال وفق ما أحله الله³، وتختلف المضاربة الإسلامية عن المضاربة في الاقتصاد الوضعي، حيث يقصد بها في الاقتصاد الوضعي المخاطرات بالبيع والشراء بناءً على التنبؤ بتقلبات الأسعار بغية الحصول على فارق الأسعار⁴.

وتعرف صكوك المضاربة بأنها: "أوراق محددة وموحدة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب مشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح⁵، تعرض للاكتتاب على أساس قيام

¹ محمود محمد حمودة ومصطفى حسين، المعاملات المالية في الإسلام، مؤسسة الوراق، عمان، 2، 1999، ص. 145.

² الجليلاني عجة، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في قانون الأعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، الجزائر، 1995-1996، ص. 06.

³ كمال كحيل، عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، العدد السادس، ماي 2005، ص. 203.

⁴ حسين الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، [د، م]، ط 3، 2000، ص. 02.

⁵ محمد عثمان بشير، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص. 227.



الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فيمثل عامل المضاربة (المستثمر)، ويمثل مالكو الصكوك أصحاب رأس المال¹.

المصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأسمال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال ويتحملون الخسارة إن وقعت.

ويجوز تداول صكوك المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع، أما قبل بدء النشاط فتراعى ضوابط التصرف في النقود، وفي حال بيع الموجودات بثمن مؤجل تراعى ضوابط بيع الدين².

وهناك عدة أنواع لصكوك المضاربة تتمثل أساسا في³:

أ- **صكوك المضاربة المقيدة**: يتم فيها الاتفاق على نوعية المشروع الممول (تجاري، صناعي، زراعي...) من قبل حملة الصكوك، ولا يحق للمضارب الخروج عنها وإلا اعتبر متعديا، وتكون محددة بحسب عمل المشروع؛

ب- **صكوك المضاربة المطلقة**: وتكون مدتها عشر (10) سنوات أو عشرين (20) سنة مثلا، ولا تكون مخصصة لمشروع معين وإنما يخول للمضارب استثمارها في أي مشروع، وتبين في كل سنة الناتج الذي تحقق سواء ربح أو خسارة إن حدثت، وفي حالة تحقق الأرباح تصرف سنويا على أصحاب هذه الصكوك⁴.

ت- **صكوك المضاربة المستمرة**: التي لا يستحق رأسمالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأسماله.

ث- **صكوك المضاربة المحدودة أو المستردة بالتدرج**: وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريخ بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من صكوك المضاربة، توجد أنواعا أخرى منها:

🏠 **شهادات الاستثمار (شهادات ودائع الاستثمار)** حيث تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وفي جوهرها، إذ يمثل أصحاب هذه الشهادات أو الودائع أرباب المال، والمصدر يمثل المضارب، ويقسم

¹ حسين حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية: البورصة، دار الطباعة والنشر الإسلامية، مصر، 2001، ص.72.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.08.

³ المرجع نفسه، ص.103.

⁴ سليمان ناصر تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية: دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.85.



الربح بنسب يتفق عليها، وتصدر هذه الشهادات من طرف المصارف والمؤسسات المالية، وتتجاوز مدتها السنة، أو أضعاف السنة، ويميز منها نوعين هما شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام¹.

وتتم آلية إصدار صكوك المضاربة وفق الخطوات التالية²:

- ✓ تأسيس الجهة المصدرة شركة ذات الغرض الخاص، تحول إليها ملكية الأصول على أساس عقد مضاربة؛
- ✓ تصكيك الأصول، حيث تقوم الشركة بتقييم الأصول وتقسيمها إلى وحدات تصدر على أساسها الصكوك؛
- ✓ الاكتتاب في الصكوك، حيث تمثل الجهة المكتتبه الطرف المساهم بالأموال؛
- ✓ حصيلة الاكتتاب تمثل رأس مال المضاربة التي يمول بها المشروع، ويتم تحصيلها من طرف الشركة ذات الغرض الخاص؛

✓ توجيه حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة؛

✓ توظيف رأس المال في المشروع المتفق عليه والقائم على أساس عقد المضاربة؛

✓ يتم تقسيم الأرباح وفق ما تم الاتفاق عليه من نسب، وتكون هذه النسب حصة شائعة ولا تكون مبلغ محدد من المال، أما في حال الخسارة فيتحمل رب المال الخسارة المالية، أما الجهة المصدرة تخسر الجهد والوقت الذي بذلته؛

✓ تقديم الربح لحملة الصكوك إن وجد.

1-2 صكوك المشاركة:

عقد المشاركة هو عقد بين المتشاركين في رأس المال والربح³، أو هو تعاقد بين اثنين أو أكثر على العمل للكسب بواسطة الأموال، أو الأعمال، أو الوجاهة (مراكزهم الشخصية ليكون الغنم بالغرم بينهم حسب الاتفاق)⁴.

والمشاركة جائزة شرعا لقوله تعالى: ﴿وَإِنَّ كَثِيرًا مِّنَ الْخُلَطَاءِ لَيَبْغِي بَعْضُهُمْ عَلَىٰ بَعْضٍ إِلَّا الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَقَلِيلٌ مَّا هُمْ ۗ﴾¹، وقول رسول الله (ص) عن رب العزة: "أَنَا ثَالِثُ الشَّرِيكِينَ مَا لَمْ يَخُنْ أَحَدُهُمَا صَاحِبَهُ، فَإِذَا خَانَهُ خَرَجْتُ مِنْ بَيْنِهِمَا"².

¹ عبد الكريم قندوز وأحمد مداني، الأزمة المالية الراهنة واستراتيجيات المنتجات المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً-، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.07.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.104؛

-Ahmed Ibrahim , **Applied shari'ah in Financial transactions** p.12.

<http://rihb.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financialtransactions.pdf>.

³ محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دار المسيرة، ط 4، الأردن، 2012، ص.193.

⁴ سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصيرة الأجل للبنوك الإسلامية: دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.100.



فتعرف صكوك المشاركة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في إنشاء مشروع استثماري، وتصبح موجودات المشروع ملكاً لحملة الصكوك، وتدار الصكوك على أساس عقد المشاركة بتعيين أحد الشركاء لإدارتها بصيغة الوكالة بالاستثمار"³.

ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المضاربة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوطة بها إدارة لجنة المشاركين الذين يرجع لهم اتخاذ القرار الاستثماري، حيث تعتبر شريكا في وعاء الشركة⁴.

وجاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي⁵: يراعى في الصكوك من حيث قابليتها للتداول الالتزام بالضوابط المنصوص عليها في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 30 (4/3) التالية:

✓ إذا كانت مكونات الصكوك لا تزال نقودا، فإن تداول الصكوك يعتبر مبادلة نقد بنقد فتطبق عليه أحكام الصرف⁶.

✓ إذا انقلبت الموجودات لتصبح ديون كما هو الحال في بيع المربحة فيطبق على تداول الصكوك أحكام الدين⁷ من حيث المنع إلا بالمثل على سبيل الحوالة.

✓ إذا صار رأسمال المضاربة موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقا للسعر المفق عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع، أما إذا كان الغالب نقودا أو ديونا فتراعى في التداول الأحكام الشرعية؛

✓ و في جميع الأحوال يتعين تسجيل التداول أصوليا في سجلات الجهة المصدرة؛

✓ لا يجوز أن يتخذ القول بجواز التداول ذريعة أو حيلة لتصكيك الديون وتداولها كأن يتحول نشاط الصندوق إلى المتاجرة بالديون التي نشأت عن السلع، ويجعل شيء من السلع في الصندوق حيلة للتداول. ويمكن إصدار صكوك المشاركة على عدة صور منها⁸:

1 سورة ص ، الآية 24 .

2 أبي بكر أحمد بن الحسين بن علي، رواه البيهقي، السنن الصغرى، تحقيق خليل مأمون شيحا، ج1 ، دار المعرفة، بيروت، 1999، ص.6715.

3 حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص.127.

4 علي بوعبد الله، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة المسيلة، 2015، ص.24.

5 قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم 178 (19/4)، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة ، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009.

6 محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009، ص.06.

7 علي معبد الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل، 2009، ص.14.

8 حدة رابيس، دور البنك المركزي في إعادة السيولة في البنوك الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.484.



- أ- **صكوك المشاركة الدائمة** هي صكوك المشاركة في مشروع معين، والإدارة لمصدرها أو لجهة أخرى بنسبة من الأرباح؛
- ب- **صكوك المشاركة المحدودة** وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية... الخ¹، وتكون نهايتها بإحدى صورتين:
- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج** حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقا لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد؛
- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتية بالتمليك إلى المصدر)** فعند نهاية المشروع يقوم المصدر عادة بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، كأن يكون المشروع هو القيام بحفر منجم، ففي نهاية المشروع (الحفر) يقوم المصدر بإعادة تقييم أصول المشروع (آلات، تجهيزات) وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو تلك الأصول.
- المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين والمكتتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكتتبين في رأسمال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغرمها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة، ويستحق حملة صكوك المشاركة حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.
- وتتمثل أهم المراحل التي تمر بها آلية إصدار صكوك المشاركة فيما يلي²:
- ✓ القيام بعملية تحويل ملكية الأصول والموجودات إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - ✓ تصكيك الأصول حيث يُصدر الشركة صكوك مشاركة بقيمة الأصول والموجودات؛
 - ✓ الاكتتاب في الصكوك؛
 - ✓ حصيلة الاكتتاب وهي الأموال التي توظف لإدارة المشروع أو إنشائه؛
 - ✓ القيام بتحويل الحصيلة إلى الجهة المصدرة والتي تمثل الجهة المنشئة للمشروع والمديرة له؛
 - ✓ توظيف الأموال في مشروع معين وفقا لعقد المشاركة؛
 - ✓ توزيع أرباح المشروع إن كانت هناك أرباح وفقا لما اتفق عليه، وعند الخسارة يتحمل كل طرف الخسارة بقدر ما أسهم به في المشروع؛
 - ✓ دفع حصيلة المشروع الجاهز لحملة الصكوك (المستثمرون).

¹ محمد عدنان بن الضيف وربيع مسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص.11.

² زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.107؛



1-3 الصكوك المستخدمة في مجال الزراعة:

يوجد العديد من أنواع الصكوك المستخدمة في تمويل القطاع الزراعي، والتي يمكن أن تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية، حيث تتمثل هذه الصكوك في:

أ- صكوك المزارعة:

المزارعة عقد بين شخصين أو أكثر على استثمار الأرض بالمزارعة، على أن يكون الناتج مئاً مشتركاً بينهما حسب الاتفاق¹.

تعرف صكوك المزارعة على أنها: "وثائق يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة الشرعية واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله حسب الاتفاق، ويعد المكتتوب في هذه الصكوك هم الزراعين لهذه الأرض بأموالهم كالشركات المتخصصة في زراعة الأرض"².

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض مالكة أو مالك منافعها، والمكتتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو غيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة، وقد يكون المصدر هو (المزارع) صاحب العمل، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض³.

وتتمثل أهم المراحل التي تمر بها آلية إصدار صكوك المزارعة فيما يلي⁴:

- ✓ تأسيس شركة ذات الغرض الخاص من قبل الجهة المصدرة والتي تمثل الجهة المالكة للأرض الزراعية، وتحويل ملكية الأرض إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
- ✓ إصدار صكوك مزارعة وطرحها للاكتتاب، حيث يمثل كل صك حصة من محصول الأرض؛
- ✓ الاكتتاب حيث تتمثل الجهة المكتتبه في المزارعين أي أصحاب العمل بأنفسهم أو بتوكيل غيره؛
- ✓ حصيلة الاكتتاب في الصكوك وتتمثل في تكاليف الزراعة والتي تحصل من قبل الشركة؛
- ✓ توظيف الأموال على أساس عقد مزارعة في المشروع المتفق عليه؛
- ✓ تقسيم المحصول بين الجهة المصدرة والشركة ذات الغرض الخاص باعتبار هذه الأخيرة مسؤولة عن إدارة محفظة الصكوك ومخولة للقيام بالأعمال من قبل حملة الصكوك، مقابل حصة من الأرباح أو المحصول؛

¹ محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2001، ص.41.

² أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، تخصص الدراسات الإسلامية، بيروت، 2009، ص.91.

³ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين)، مجلة الباحث، العدد9، جامعة ورقلة، 2011، ص.257.

⁴ مرجعين: - زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.107؛

-Ahmed Ibrahim , Applied shari'ah in Financial transactions p.12:

<http://ribh.files.wordpress.com/2007/10/applied-shariah-in-financialtransactions. Pdf>



✓ تقدم الأرباح إن وجدت لحملة الصكوك.

ب- صكوك المغارسة:

المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغرسة أرض بيضاء لحساب صاحبها حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءا من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك، وعليه اعتبرت نوعا من الإجارة¹. وتتضمن مجموعة من الشروط هي:

✓ أن يغرّس العامل في الأرض أشجارا ثابتة الأصول دون زرع أو بقول؛

✓ أن تتفق أصناف الشجر أو تتقارب في مدة إطعامها؛

✓ أن لا يكون أجلها إلى سنين كثيرة وأن لا تكون المغارسة في أرض موقوفة.

وتعرّف صكوك المغارسة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار والإنفاق عليها ورعايتها فيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس بحسب ما يتفق عليه في العقد² .

المصدر للصكوك هو مالك أرض صالحة لغرس الأشجار والمكتتبون فيها هم المغارسون، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة الغرس، أما عن مشروعيتها فهي جائزة شرعا بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس³.

ت- صكوك المساقاة:

المساقاة هي أن يدفع رجل شجرا إلى آخر ليقوم بسقيه وعمل ما يحتاج إليه بجزء معلوم له من ثمره⁴، وهي شكل من أشكال المشاركة بين الذي يمتلك الزرع والعامل العارف بشؤون الزراعة، حيث يقوم فيها العامل بتقديم كل ما يحتاجه الزرع من سقي وتأبير وتسميد، ومحافظة وعناية إلى مدة معلومة بينهما مقابل جزء من الغلة متفق عليه، أو هي شركة زراعية على استثمار الشجر، يكون فيها الشجر من جانب، والعمل في الشجر من جانب آخر، والثمرة الحاصلة مشتركة بينهما بنسبة يتفق عليها كالنصف أو الثلث ونحو ذلك، يسمى العامل المساقى والطرف الآخر يسمى رب الشجر⁵.

¹ سليمان ناصر، صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة، يومي 27 - 28 فيفري 2011، ص.03.

² صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31ماي - 03 جوان 2009، ص.20.

³ باسل يوسف محمد الشاعر وهيام محمد عبد القادر الزيدانيين، الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43، الملحق 3، 2016، ص.1246.

⁴ ناصر الغريب، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبو لؤلؤ، القاهرة، 1991، ص.181.

⁵ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.120.



وللمساقاة شروط يجب توفرها هي¹:

✓ أهلية العاقدين ورضاهما، وأن يكون الشجر موضوع العقد معلوما فلا تصح المساقاة على المجهول، فيجب معرفة الشجر برؤية أو وصف، وأن يكون له ثمر يؤكل أو ورق يقصد أو زهر يقصد، فالمساقاة ليست على الثمر فقط، فقد لا تقصد الثمرة أو لا يقصد الورق، وإنما يقصد الزهر كزهور العطور كالورد والياسمين والفل وغير ذلك، فإن الذي يقصد إنما هو الزهرة فقط، لا يقصد ثمرة ولا يقصد ورقة، فإذا كان الثمر أو الورق أو الزهر بقصد فهذا تصح فيه المساقاة؛

✓ تحديد نصيب كل طرف في العقد وفق نسب معلومة من الناتج.

وتعرّف صكوك المساقاة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد²، بمعنى أن هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقاية والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة³.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعتها التي فيها الشجر)، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساق (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار⁴.

وتر آلية إصدار صكوك المساقاة بعدة مراحل هي:

✓ إيجاد أو تأسيس شركة ذات غرض خاص من قبل الجهة المصدرة المتمثلة في ملاك الشجر بغرض الحصول على الأموال على أساس عقد مساقاة؛

✓ تقييم الشركة ذات الغرض الخاص تكاليف العناية بالشجر، وتصدر صكوك بقيمة التكلفة الكلية حيث يمثل كل صك حصة من الثمر؛

✓ الاكتتاب في الصكوك حيث يمثل المكتتبون المساقون؛

✓ توجه حصيلة الاكتتاب للشركة ذات الغرض الخاص، وتمثل الحصيلة تكاليف العناية بالشجر؛

¹ عبد القادر شاشي، العقود الإسلامية الممكنة لتمويل الزراعة، بحث مقدم لمؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البحرين، 08 ماي 2012، ص.18.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.312.

³ رابع خوي ورقية حساني، واقع الهندسة الإسلامية وسبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي، ورقة مقدمة للملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة 20 أوت، سكيكدة، يومي 09-10 ماي 2011، ص.16.

⁴ زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.121.



- ✓ تقوم الشركة ذات الغرض الخاص أو أي جهة مخولة بسقاية الأشجار ورعايتها والإنفاق عليها على أساس عقد المساقاة بتوظيف الحصيصة فيما وجدت من أجله؛
 - ✓ تقسيم الغلة حسب الاتفاق بحيث توجه حصة للجهة المصدرة والأخرى تعود إلى حلقة الصكوك من خلال تصرف الشركة ذات الغرض الخاص فيها أو الجهة المخولة بالمساقاة وذلك بالبيع مثلاً و إعطاء كل منهم حقه؛
 - ✓ تقدم الربح إن تحقق لحملة الصكوك.
- ✓ 2- الصكوك القائمة على البيوع:

تمثل الصكوك التي تستند على البيوع الشرعية فيما يلي:

1-2 صكوك المرابحة :

عقد المرابحة هو البيع بالثمن مع زيادة معلومة على الثمن الأول¹، وهي صيغة شائعة الاستخدام في التمويل قصير الأجل، تتضمن اتفاقاً لتمويل عمليات شراء السلع عن طريق بيع السلع بسعر التكلفة مع زيادة الربح²، كما تعرف على أنها "عقد مع المصرف يبيع من خلاله سلعة محددة للعميل على أن تكون كل من تكلفة الشراء والربح معلومين"³.

وصكوك المرابحة هي: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، ومصدر هذه الصكوك هو بائع بضاعة المرابحة والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شرائها ويملك حملة الصكوك هذه البضاعة ويستحقون ثمن بيعها"⁴، والهدف من إصدارها تمويل عقد بيع بضاعة المرابحة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة.

فصكوك المرابحة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بعد تملك البائع وقبضه، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هذه البضاعة ونقلها وتخزينها، ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم وقبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة⁵، ويجوز تداولها بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

¹ سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، لبنان، 2002، ص.307.

² Zawya ,Sukuk Preceptions and forecast study ,Dubai,2014, P.133.

³ Ibrahim Warde, Islamic Finance in the Global Economy, Reduood Books, Great Britain, 2000, p.133.

⁴ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.98.

⁵ أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التسموي في الاقتصاد، مرجع سبق ذكره ، ص.79.



وتتمثل آلية إصدار صكوك المرابحة فيما يلي¹:

✓ تأسيس شركة ذات الغرض الخاص تحول إليها ملكية عقد المرابحة وذلك بقصد الحصول على الأموال لتمويل مشروع المرابحة؛

✓ إصدار صكوك بقيمة عقد المرابحة الذي تم تحويل ملكيته من الجهة المصدرة إلى الشركة ذات الغرض الخاص، حيث تمثل الصكوك ملكية سلعة المرابحة؛

✓ توجيه حصيلة الاكتتاب حيث تكون قيمة الصكوك المكتتب بها أقل من القيمة الاسمية، ويمثل حملة الصكوك المشترين لبضاعة المرابحة؛

✓ حصيلة الاكتتاب والتي تمثل ثمن شراء البضاعة؛

✓ تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالتحصيل الفعلي لبضاعة المرابحة أي توظيف الأموال في شراء البضاعة، ومن ثم التصرف فيها ببيعها للواعد بالشراء وتحصيل ثمن البيع؛

✓ إرجاع قيمة الصكوك مع الربح إذا تمت العملية.

2-2 صكوك الاستصناع:

عقد الإستصناع هو طلب صنع شيء ما ، على صنعة معينة بثمن معلوم ويجب وصف الشيء المطلوب صنعه بدقة وتحديد مقاسه ومادته الخام...الخ، أو هو عقد يشتري في الحال شيء مما يصنع صنعا يلزم البائع من تقديمه مصنوعا بمواد من عنده بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد ويسمى المشتري مستصرا والبائع صانعا والشيء محل العقد مستصرا فيه وال عوض يسمى ثمنا كما في البيع المطلق².

وصكوك الاستصناع هي صكوك تطرح لجمع مبلغ لإنشاء مبنى أو صناعة آلة أو معدات مطلوبة من مؤسسة معينة بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وحقوق حملة الصكوك تتمثل فيما دفعوه ثمنا لهذه الصكوك إضافة إلى الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة و ثمن البيع³.

فالمصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع)، والمكاتبون فيها هم المشترين للعين المراد صرّعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المشروع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة، ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع العين المصنوعة في الاستصناع الموازي إن وجد⁴، وتتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعاً، وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك.

¹ زياد جلال الدماغ ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.117.

² مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، مكتبة الملك فهد الوطنية ، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999، ص.20.

³ Muhammad Ayub "Securitization Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions", p:353, consulté : www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf.

⁴ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.314.



- وتتمثل خطوات آلية إصدار صكوك الاستصناع فيما يلي¹:
- ✓ إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة والمقاول على شيء موصوف؛
 - ✓ إن الجهة المصدرة تبيع المصنوع إلى الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - ✓ القيام بعملية تصكيك قيمة العقد بغرض الحصول على السيولة لتمويل المشروع؛
 - ✓ الاكتتاب في الصكوك فيمثل حملة الصكوك المشترين للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع؛
 - ✓ تسليم تكلفة أو حصيلة الاكتتاب في الصكوك للجهة المصدرة باعتبارها البائع للمصنوع؛
 - ✓ تقييم المال للمقاول؛
 - ✓ استيفاء المصنوع من المقاول، بحيث لها حق التصرف فيه، وذلك بعد شرائه من الشركة ذات الغرض الخاص، وذلك من خلال دفع الأقساط المتفق عليها من البداية إلى أن تستوفي الشركة ذات الغرض الخاص قيمة المصنوع مع الربح، وذلك على أساس عقد مراجعة، وتقوم الشركة ذات الغرض الخاص بالقيام بأداء حقوق حملة الصكوك، وهذا مقابل جزء من الأرباح لصالحها؛
 - ✓ بيع المصنوع وتقديم الربح إن وجد لحملة الصكوك.

2-3 صكوك السلم:

السلم هو أن يسلم عوضاً حاضراً في عوض موصوف في الذمة إلى أجل، أو هو بيع سلعة موصوفة في الذمة يدفع ثمنها فوراً في مجلس العقد ويتأخر تسليمها لأجل محدد، فقد روي عن ابن عباس (رضي الله عنه) أنه قال: "قدم النبي صلى الله عليه وسلم إلى المدينة والناس يسلفون في الثمار الستين والثلاث" فقال صلى الله عليه وسلم: "من أسلف في شيء فليسلف في كيل معلوم ووزن معلوم إلى أجل معلوم"².

وصكوك السلم ملكية شائعة في رأسمال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع. وتعتبر صكوك السلم أداة متميزة لجذب الموارد المالية للحكومات والشركات والأفراد الذين يعملون في إنتاج زراعي أو صناعي أو تجاري، فمن ثمن بيع بضاعة آجلة يستطيع المنتج أن يمول عمليات الإنتاج.

وتتمثل خطوات آلية إصدار صكوك السلم فيما يلي³:

- ✓ تأسيس الجهة المصدرة شركة ذات الغرض الخاص تحول الأصول لها على أساس عقد السلم؛

¹ محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 198.

² أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، مرجع سبق ذكره، ص. 534.

³ عبد الله علي، محددات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998-2011، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، تخصص إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، 2012، ص. 77.



- ✓ تقييم الشركة ذات الغرض الخاص سلعة السلم، وتصدر صكوك تمثل حصيلة الاكتتاب فيها ثمن شراء سلعة السلم؛
 - ✓ الاكتتاب في صكوك السلم، حيث يمثل المكتتبون المشترون لسلعة السلم؛
 - ✓ تحصيل قيمة الاكتتاب من قبل الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - ✓ تسليم حصيلة الاكتتاب للجهة المصدرة وذلك على أساس عقد السلم، حيث تسلم الثمن وتوفر السلعة المضبوطة بالوصف والكم والمقدار؛
 - ✓ توظيف الأموال في شراء سلعة السلم التي تبيعها الجهة المصدرة لحملة الصكوك الذين تنوب عنهم الشركة ذات الغرض الخاص؛
 - ✓ استلام السلعة من قبل الشركة ذات الغرض الخاص بصفتها مدي لصكوك السلم، وحسب الاتفاق تقوم هذه الشركة بالتصرف في سلعة السلم بالبيع؛
 - ✓ تقييم قيمة السلعة مع الربح لحملة الصكوك.
- 3- الصكوك القائمة على الإجارة (الصكوك المتمثلة في المنافع) وصكوك أخرى:

تكتسب صكوك الإجارة أهمية كبرى في الساحة المالية الإسلامية وهي عديدة بالإضافة إلى صكوك أخرى.

3-1 صكوك الإجارة:

الإجارة عقد لازم على منفعة مدة معلومة بثمن معلوم، وتنقسم الإجارة باعتبارها المنفعة المعقود عليها إلى¹:

❖ إجارة الأعيان كاستئجار الدور والأراضي والسيارات ونحوها؛

❖ إجارة الأعمال كاستئجار أرباب الحرف والصنائع والعمال.

والإجارة عقد مشروع وحكمه الجواز ودليل ذلك² قوله تعالى: ﴿قَالَتْ إِحْدَاهُمَا يَا أَبَتِ اسْتَأْجِرْهُ ۖ إِنَّ خَيْرَ مَنِ اسْتَأْجَرْتَ الْقَوِيُّ الْأَمِينُ (26) قَالَ إِنِّي أُرِيدُ أَنْ أُنكِحَكَ إِحْدَى ابْنَتَيَّ هَاتَيْنِ عَلَى أَنْ تَأْجُرَنِي ثَمَانِي حَجَاجٍ ۖ فَإِنْ أَتَمَمْتَ عَشْرًا فَمِنْ عِنْدِكَ ۗ ۝³، وقول رسول الله (ص): "أعطوا الأجير حقه قبل أن يجف عرقه"، وما رواه أبو هريرة (رضي الله عنه) أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال : قال تعالى: "ثلاثة أنا خصمهم يوم القيامة رجل أعطى ثم غدر، ورجل باع حرا فأكل ثمنه، ورجل استأجر أجيورا فاستوفى منه ولم يوفه أجره".

¹ صبرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، دار الخلدونية، القبة القديمة، الجزائر، 2007، ص. 187.

² محمد عبد العزيز عجمية وحسن زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر، مكتبة المعهد، القاهرة، 1996، ص. 15-16.

³ سورة القصص، الآيتين 26-27.



وصكوك الإجارة هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها واستثمار حصيلتها في شراء أصول معينة كالمباني، والمعدات وغيرها وتأجيرها، وهي بذلك تتيح لحاملتها فرصة الحصول على دخل الإيجار كل بمقدار المساهمة التي دفعها، وتعرف على أنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلاً، والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية -صكوك- قابلة للتداول في الأسواق الثانوية"¹.

وتعتبر صكوك الإجارة ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة للملكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب القيمة السوقية، كما تمثل حصة مشاعة في ملكية أصول متاحة للاستثمار، وهي أشهر أنواع الصكوك انتشاراً.

وتتميز بصلاحياتها للوساطة المالية لتمويل العديد من المشروعات، وتتمتع بمرونة عالية سواء على مستوى الإصدار أو التداول، وقلة المخاطر، وخضوعها لعوامل العرض والطلب في السوق المالي، وتوفر للمؤجر إيرادات ثابتة وشبه مستقر، ويمكن إصدارها لآجال متعددة ولأعيان متنوعة².

توجد أنواع عديدة لصكوك الإجارة هي³:

أ- صكوك ملكية الموجودات المؤجرة:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة يقوم بإصدارها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها أو إصدارها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك وعليه تصبح العين مملوكة لحملة الصكوك على الشيوع بغنمها وغرمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهما إلى غاية تاريخ تصفية المشروع، ولهذا النوع من الصكوك صورتان⁴:

❖ **الأولى** أن يملك شخص طبيعي أو معنوي مصنعا أو عقارا مؤجرا أو موعدا باستئجاره يرغب في بيعه من خلال صكوك استثمارية، فيقدر ثمنه من خلال أهل الخبرة ويجعل من قيمة الثمن صكوك متساوية القيمة يطرحها للاكتتاب.

❖ **الثانية** أن لا يكون العقار أو المصنع المؤجر موجودا أصلا عند التعاقد، وإنما يطرح المشروع للاكتتاب عن طريق صكوك الاستثمار ويتم استخدام حصيلة الاكتتاب في شراء أو إنشاء عقار أو مصنع وتأجيره.

¹ Monzer kahf , **The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap**", Islami Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol: 4, No:2, May1997,p.82.

² صبرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص.187.

³ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.292.

⁴ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها، مرجع سبق ذكره، ص.62.

ب- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجرة) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة أجرتها أو استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك، والمصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها¹.

ت- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك.

ث- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم في الجامعة)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب، ومن ثمة تصبح الخدمة مملوكة لحملة الصكوك.

وتتمثل خطوات آلية إصدار صكوك الإجارة فيما يلي²:

- ✓ تعيين الجهة المصدرة التي ستقوم بعملية التأجير؛
- ✓ تنشئ الجهة المصدرة شركة ذات غرض خاص (أو تكون شركة موجودة ومستقلة أصلاً) من أجل القيام بعملية تحويل ملكية الأصول المؤجرة لها؛
- ✓ إصدار صكوك متساوية القيمة تمثل حصة مشاعة في ملكية منافع الأصول محل التمويل؛
- ✓ الاكتتاب في الصكوك بحيث تمثل الحصيلة ثمن شراء الأصول المؤجرة، والتي تعود إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي قامت بعملية التصكيك؛
- ✓ تغطية ثمن شراء الأصول بحصيلة الاكتتاب؛
- ✓ تأجير الأصول المشتركة؛
- ✓ استلام الأقساط؛
- ✓ سداد أقساط الإجارة.

¹ عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص.ص. 102-103.

² مرجعين: - زياد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص. 113؛ - رابع خويي ورقية حساني، واقع الهندسة المالية الإسلامية وسبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي، مرجع سبق ذكره، ص. 15.



3-2 أنواع أخرى للصكوك الإسلامية:

وتمثل الصكوك المصدرة لغايات اجتماعية لمساعدة المحتاجين والفقراء كالصكوك الأهلية والوقفية وغيرها.

أ- صكوك القرض الحسن:

هي الصكوك التي تصدر من أي جهة كانت، وتستخدم حصيلتها في الإنفاق العام على وجوه الخير، ولا تعود بعائد مادي¹، كما يمكن للحكومة أن تصدر صكوك القرض الحسن لتكتسب البنوك فيها بدون فائدة بهدف تمويل خزانة الدولة².

ب- الصكوك الأهلية:

هي الصكوك التي تصدرها هيئة الأوقاف بناء على رغبة الواقف لصالح أهله وذريته، حيث تمثل هذه الصكوك عملاً من أعمال البر الاجتماعية لأنها تهدف إلى رعاية الأهل والذرية³.

ت- الصكوك الخيرية:

هي الصكوك التي تصدرها هيئة الأوقاف بناء على رغبة الواقف، وتستخدم حصيلتها في الإنفاق على وجوه الخير، ولا تعود بعائد مادي مثل الوقف على المدارس أو الفقراء⁴.

ث- صكوك صناديق الاستثمار الإسلامية:

من خلال هذه الصناديق يتم شراء تشكيلة واسعة من الأوراق المالية الإسلامية بفئات مختلفة، وتحصل على مواردها بإصدار شهادات تسمى حصص والتي لها حق على كل أصول الصندوق، ويمكن تداولها في البورصة كما يمكن أيضاً استرداد قيمتها وتسييلها، تقلل من المخاطر⁵، وتكيف معظمها شرعاً على أساس صيغ المضاربة المقيدة، وصكوك الصناديق المغلقة هي التي تكون قابلة للتداول في السوق المالي، أما صكوك الصناديق المفتوحة فهي غير قابلة للتداول⁶.

ثانياً- مقارنة بين مختلف أنواع الصكوك:

وفيما يلي جدول مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية⁷:

¹ زياد جلال الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.10.

² حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية في نظام لا ربوي، مرجع سبق ذكره، ص.485.

³ زياد جلال الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور إسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.10.

⁴ المرجع نفسه، ص.10.

⁵ ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص.93.

⁶ خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قالم، يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص.240.

⁷ محمد سعد عامر، الأصول الشرعية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.ص.245-247.

الجدول رقم (1-3): مقارنة بين أهم أنواع الصكوك الإسلامية

نوع الصك	الهدف من الصك	مصدر الصك	المكتتب في الصك	حصيلة الإكتتاب	ملكية حامل الصك
صكوك المراجحة	تمويل شراء سلعة المراجحة	البائع لبضاعة المراجحة	المشترون لبضاعة المراجحة	تكلفة شراء البضاعة	سلعة المراجحة
صكوك السلم	تحصيل رأس مال السلم	البائع لسلعة السلم	المشترون للسلعة	ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)	سلعة السلم
صكوك الإستصناع	تمويل تصنيع سلعة	الصانع(البائع)	المشترون للعين المراد صنعها	تكلفة المصنوع	العين المصنوعة
صكوك الإجارة	بيع العين المؤجرة	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستجارها	المشترون لها	ثمن الشراء	الموجودات على الشيوخ بغيرها وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم
صكوك مشاركة	إنشاء مشروع أو تطوي مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة	الجهة التي تنشأ وتدير المشروع	المشاركون في المشروع	تمويل المشروع	المشروع أو موجودات النشاط
صكوك المضاربة	مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس أساس المضاربة	المضارب	أرباب المال	رأس مال المضاربة	موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال، ويتحملون الخسارة إن وقعت
صكوك الوكالة بالاستثمار	الاستثمار	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	المبلغ الموكل في استثماره	ما تمثله الصكوك من موجودات بغيرها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد
صكوك المزارعة	تمويل مشروع على أساس المزارعة	صاحب الأرض(مالكها أو مالك منافعها)	المزارعون (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)	تكاليف الزراعة	حصة في المحصول مما أنتجته الأرض وفق ما حدده العقد
صكوك المساقاة	سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة	صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)	المساقون	تكاليف العناية بالشجر	حصة من الثمرة مما أنتجته الأشجار وفق ما حدده العقد
صكوك المغارسة	غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة	مالك أرض صالحة لغرس الأشجار	المغارسون	تكاليف غرس الشجر	حصة متفق عليها في الأرض والغرس

المصدر: محمد سعد عامر، الأصول الشرعية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 245-247.



ثالثاً- تحديات تطوير الصكوك الإسلامية:

أصبح هناك إقبال كبير على الصكوك الإسلامية ليس فقط في السوق المحلي أو في البلدان الإسلامية، بل حتى في الدول الغربية، مما حثّ ضرورة تطويرها وابتكارها، ولعل أبرز التحديات التي تواجه هذا التطوير ما يلي¹:

1- الاختلافات (الأزمة) الشرعية حيث تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، فيبالغون أحياناً في تشددهم وورعهم بحيث يحرّمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، مما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، وبالتالي تراجع الإقبال عليها ومن ثم انخفاض في الأرباح المتوقعة منها أو حتى تحقيق خسائر؛

2- غياب الإطار التشريعي والتنظيمي فينظم عمل هذه الإصدارات ويحددها وخاصة بالنسبة للاختلافات

الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية؛

3- التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية إذ لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية، وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة؛

4- نقص الشفافية في بعض الإصدارات فالأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات

التصنيف الائتماني هو تقليل المخاطر، ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات؛

5- نقص الموارد البشرية المؤهلة فقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، إلا أنها بقيت

تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدرّبة في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه أن ضعف العاملين سيفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

المطلب الرابع: كيفية تفعيل السوق المالي الإسلامي عن طريق الأدوات المالية الإسلامية

تلعب الصكوك الإسلامية دوراً كبيراً في تدعيم وتطوير السوق المالي الإسلامي من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة الأوراق المالية في سوق المنتجات الإسلامية من جهة، واجتذاب المزيد من المتعاملين ورؤوس الأموال إلى تلك السوق من جهة أخرى، وذلك لما يتوفر في هذه الصكوك من ميزات أعطتها أهمية كبرى ساهمت في حل بعض المشاكل التي كانت تعترض نمو وتطور السوق المالي الإسلامي في بعض الدول العربية الإسلامية، ومنها مشكلة وجود الفرص الاستثمارية الجاهزة، عجز الأدوات المالية التقليدية عن أن تكون أداة فعالة لتعبئة المدخرات وتمويل التنمية الاقتصادية، وإحجام بعض شرائح المجتمع عن التعامل بها، والاعتماد على المؤسسات الدولية للحصول على التمويل اللازم، وعلى حركة رؤوس الأموال الخارجية، وكذا التخوف من الانفتاح على الأسواق الخارجية.

¹ كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

الفرع الأول- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق المالي الإسلامي:

وهي التي تشمل صكوك الشركات، وصكوك البنوك، والصكوك الحكومية، مع التنوع في أشكالها، حيث يمكن أن تشكل الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية للأسواق المالية عموماً والأسواق المالية الإسلامية خصوصاً، وما ينتج عنه من التخلص من مشكلة ضيق السوق* وضحالتها، وتمثل هذه الإضافات في¹:

أولاً- إدراج أسهم الشركات في السوق المالي الإسلامي:

إذ يمكن أن تشكل أسهم الشركات إضافة كمية تعمل على تفعيل أنشطة الأسواق المالية، وذلك للحجم الكبير الذي يمثله رأسمال هذه الشركات، وهناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها لاشتمالها في الغالب على نقود وديون تمثل نسبة كبيرة من استثماراتها، غير أن هذه المشكلة يمكن تجاوزها من خلال تنوع استثمارات البنوك الإسلامية بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة، وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية مما يتطلب من المصارف الإسلامية التوجه نحو فكرة المصارف الشاملة والقيام-بالإضافة للوظائف التقليدية للمصارف- بأنشطة استثمارية أخرى تلائم طبيعة عملها القائم على المشاركة في الربح والخسارة كالمساهمة المباشرة في رأسمال الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، التوسع في نشاط أمناء الاستثمار، القيام بضمان الاكتتاب في الإصدارات الجديدة وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية وتولي دور صانع السوق، إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو مساندة أسواقها لإعطائها قوة الدفع اللازمة نظراً لحدثة هذا النشاط في السوق المالي.

ثانياً- إدراج صكوك إسلامية:

تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس التمويل الإسلامي، مما يشكل إضافة كمية ونوعية مختلفة عما هو موجود في الأسواق المالية المحلية منها والعالمية، فعمليات التصكيك إذن تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية وبالتالي توسيع قاعدة السوق المالي. فالصكوك الإسلامية تنمي جانب الطلب على السيولة النقدية في السوق المالي، وهو جانب هام في تنمية هذا السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والمتكون من الأدوات المالية ذاتها.

ثالثاً- انفتاح السوق المالي الإسلامي عالمياً:

فالصكوك الإسلامية تعمل على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح السوق المالي عالمياً، والمساهمة في عمليتي الإصلاح والإعمار المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة، خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكل مصدر قوة لاقتصاديات شركات المساهمة².

* ضيق السوق يعني أن هناك عدد قليل من أوامر البيع والشراء من جهات لا تختلف كثيراً مما يؤدي إلى حجم تداول محدود.

¹ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 240-243.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مرجع سبق ذكره، ص. 256.



الفرع الثاني- اتساع وعمق السوق المالي الإسلامي:

يترتب على ازدياد كمية ونوعية الصكوك تعميق السوق المالي واتساعه، حيث ستزداد كميات التد اول بالبراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالي تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية، وتغطية عجز السيولة¹.

وتؤدي آلية الصكوك دورا هاما في تنشيط وتنمية الأسواق المالية الإسلامية، فاستخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والبنوك والحكومات يؤدي لتدعيم دور السوق المالي الإسلامي من خلال²:

أولا- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي الإسلامي:

والتي تتعامل بالصكوك الإسلامية إصدارا وتداولاً، وتشمل البنوك الإسلامية والتقليدية (كما يتم في ماليزيا)، وشركات الاستثمار المؤسسي، والحكومة والقطاع العام والخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك في حالة تمتع الصكوك بالقابلية للتداول في الأسواق المالية الإسلامية³.

إضافة مؤسسات مالية جديدة⁴، حيث أنه من أهم المعوقات التي تقف أمام السوق المالي الإسلامي دون تحقيق الأهداف المرجوة منه تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية، وما ينتج عن ذلك من عدم الاهتمام باكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وتجسيدها في شكل مشاريع معينة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح السوق المالي، لذا يتعين الاهتمام بالأسواق الأولية نتيجة الحاجة الماسة لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الجديدة، حيث يعتبر ذلك هو المعيار الأساسي للحكم على مدى نجاح السوق المالي لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء وتوسيع وتنشيط السوق الثانوي.

ويتطلب تطوير السوق الأولي توفر مؤسسات مالية متخصصة في وظائف تعد ضرورية لتطوير السوق الأولي، ومن أمثلة تلك المؤسسات موجد العملية، الشركة ذات الغرض الخاص (S.V.P)، متعهد تغطية الإصدار، متعهد إعادة الشراء، وكيل الدفع، الأمين ... الخ.

بالإضافة إلى هذه المؤسسات لابد من وجود إطار تشريعي وتنظيمي مناسب يسمح بإصدار مثل هذه الصكوك بما يدعم الثقة في هذه الأسواق، وبمكّنها من المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

¹ أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.214.

² المرجع نفسه، ص.214.

³ عبد الملك منصور المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31ماي إلى 03 جوان 2009، ص.37.

⁴ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.248-250.



ثانياً- زيادة رسملة السوق المالي الإسلامي وعدد المتعاملين فيه:

يُمكن تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال السوق المالي الإسلامي من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية، وبالتالي فهذه الصكوك تعد صيغة بديلة لتلك المعاملات والأدوات المالية، وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق¹، وهذا بدوره يساهم في إيجاد سوق مالي إسلامي عالمي مرن يتعامل بالأسهم والصكوك المشروعة، وله القدرة على جذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة لدى المستثمرين المسلمين وغيرهم من الممتنعين عن توظيفها في أسواق رأس المال العالمية²، خاصة أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي، وهذا ما يؤدي بدوره إلى توسيع حجم الأسواق المالية وانتعاشها.

ثالثاً- تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة:

تساعد عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل، وذلك بانقل الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور ولحسابه، كصناديق الاستثمار المشترك، إلى جانب توجه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى السوق المالي دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، وبذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي والسوق المالي³، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي من خلال تداول الأصول المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك.

الفرع الثالث- رفع كفاءة السوق المالي الإسلامي والتوزيع العادل للثروة:

يمكن رفع كفاءة السوق المالي الإسلامي والتوزيع العادل للثروة من خلال:

أولاً- رفع معدلات كفاءة السوق المالي الإسلامي:

يقصد بكفاءة السوق المالي ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة التي تسمح بتحقيق استجابة سريعة للتغيرات في أسعار الأوراق، وفي نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار

¹ سعود بن ملح العنزي، الصكوك الإسلامية، ضوابطها، وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2010، ص.59.

² أحمد أسعد أحمد المسعودي، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص تمويل ومصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2009، ص.60.

³ فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولاتها، مرجع سبق ذكره، ص.07.



تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق¹، أي أن السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفوفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وحتى يتمكن السوق المالي من أداء وظائفه المرجوة منه لا بد أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويكون الحكم على مستوى تلك الكفاءة من خلال السوقيين الأولي والثانوي جنباً إلى جنب. فإذا كانت الكفاءة تعني التخصيص الكفاء للموارد المالية فهذا يقود للاهتمام بالسوق الأولي لأنه هو الذي يربط السوق المالي باحتياجات الاقتصاد الوطني وإمداد مختلف المشروعات بالموارد المالية، وعليه يمكن للصكوك الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية حقيقية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، لأن الصكوك الإسلامية - كما هو معلوم - ترتبط دائماً بمشاريع وأصول حقيقية².

أما على مستوى السوق الثانوي فإن الكفاءة تعني أن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس كل المعلومات المتاحة، حيث أن الصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق ذلك من خلال مساعدتها على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق، لأن إصدار الصكوك يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية التمويل (التصكيك) مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق³، بالإضافة إلى ذلك فإن سوق الصكوك الإسلامية ينتفي فيه الغش والغرر والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بالأسواق المالية وتؤثر سلباً على تخصيص الموارد.

ثانياً- تحقيق التوزيع العادل للثروة :

تعد صكوك الاستثمار الإسلامي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، إذ تُمكّن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، وبهذا تنتشر الثروة على نطاق أوسع دون أن تكون دولة بين الأغنياء المعدودين، ولعل ذلك من أعظم أهداف الاقتصاد الإسلامي⁴.

¹ مفتاح صالح و معارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية :دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد07، 2010، ص.182.

² زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.252-253.

³ مرجعين:- علاء الدين زعتري، الصكوك:تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، مرجع سبق ذكره، ص.10.

- نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين)، مرجع سبق ذكره، ص.254.

⁴ مرجعين:- أحمد أسعد أحمد المسعودي ، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية، مرجع سبق ذكره، ص.63؛ محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010، ص.06.



إن الاستثمار الإسلامي يعتمد على مبدأ احتمال الربح مقابل احتمال الخسارة وهو أساس العدل في العمل الاقتصادي، والصكوك القائمة على أساليب المشاركة تتضمن عموماً عدالة توزيع الأرباح، ففي الشركة توزع الأرباح بحسب الاتفاق وبحسب عدد الأسهم المشاركة في العملية الاستثمارية، وكذلك الحال بالنسبة للمضارب، حيث يحصل على الأرباح مقابل عمله ويحصل صاحب المال على الربح مقابل مساهمته بالمال، في حين يحصل المزارع في حالتي المزارعة والمساقاة على الثمر بنسبة معينة مثلما يحصل عليها صاحب الأرض أو الزرع، أما لأساليب البيوع فإن عدالة توزيع الأرباح مرتبطة إلى حد كبير بقوى العرض والطلب في السوق، وسعة الأسعار السائدة فيه، ورغبة البائع والمشتري الحقيقية في البيع والشراء والمضاربة بالسلع، وظروف السوق بشكل عام، إضافة إلى حصول صاحب الحرفة على حقه بشكل يتناسب مع عمله وجهده¹.

ويمكن القول أن أسلوب التمويل بالمشاركة (صكوك المشاركة) هو الأكثر ضماناً لتحقيق نجاح المشروعات الصغيرة، إذ تقتزن مصلحة أحد الشركاء بالشريك الآخر (الشركاء)، وكذلك الأمر في حالة المضاربة، حيث تكون زيادة الأرباح في صالح الطرفين، علماً أن زيادة ربح أحدهما يقتضي بالضرورة زيادة ربح الطرف الآخر، ولذلك فالمشاركة سبب مباشر لتنمية الأرباح وحمايتها من المخاطر، وعامل رئيسي يكفل النهوض والارتقاء باقتصاديات العالم الإسلامي، ويحقق العدالة في توزيع العائد بطريقة عادلة تحول دون تركيز الثروة، وتقليل التفاوت بين الدخول من جهة، ومنع إهدار الطاقات البشرية والإنتاجية من جهة ثانية².

ومن جهة أخرى تتطلب عدالة توزيع الأرباح في الاستثمارات الإسلامية عدالة توزيع الثروة من خلال فريضة الزكاة التي تقوم بهذه العملية بشكل يتناسب مع حجم الثروات والموارد المتاحة.

الفرع الرابع- المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية:

يعتبر الاستثمار أحد دعائم النمو الاقتصادي، خاصة في البلدان النامية لما ينتج عنه من زيادة طاقة البلد الإنتاجية، وأنه من الوسائل الفعالة في تغيير بنية الاقتصاد الوطني لصالح الاختلالات الهيكلية فيه، كما أنه بزيادة حجمه يزيد معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة القيمة المضافة والإنتاجية وتشغيل القوى العاملة³.

وتتميز الصكوك الإسلامية بخصائص عدة تجعلها قابلة للوساطة المالية التي تسهم في تحقيق التنمية، وتنبع الحاجة للوساطة المالية من تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الغني لكنه لا يعرف كيف ينمي ثروته، وهناك الذي يملك المهارة والخبرة التجارية لكنه لا يملك المال، فإذا كان الطرفان بعيدين عن بعضهما البعض تنشأ الحاجة لطرف ثالث يتولى دور الوساطة للتقريب بينهما وإشباع حاجة كليهما في مقابل ربح متفق عليه، ولعل الصكوك الإسلامية قادرة على القيام بذلك الدور.

¹ قيصر عبد الكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 259-261.

² المرجع نفسه، ص. 263.

³ المرجع نفسه، ص.ص. 257-258.



فالصكوك الإسلامية لها صفات رئيسية تمكنها من الارتقاء إلى سلم التنمية كونها مرتبطة باستثمارات حقيقية، وهذه الاستثمارات تعد بديلاً ناجحاً يثبت أن الاستثمار الناتج من الفائدة غير حقيقي، وأنه يزيد المرابي غداً والمقترض إيداء وفقر، إذ من المعلوم للجميع أن التنمية الاقتصادية تتطلب وجود استثمار حقيقي يخدم العملية الإنتاجية في محاولة النهوض بالإمكانات الاقتصادية داخل الدولة.

إضافة إلى ذلك تتمتع الصكوك الإسلامية - أو الأساليب الاستثمارية محل التصكيك - بصفة اعتماد الأولويات الإنمائية، بحسب ما تقتضيه منظومة العقلانية الاقتصادية وبالشكل الذي يحقق أكثر مقاصد شرعية ممكنة.

إذن يمكن القول أن اقتران صكوك (أساليب) الاستثمار الإسلامي بمختلف فروعها مع التنمية مسألة بديهية، نظراً لوجود علاقة طردية قائمة على ذلك، حيث أن هذه الصكوك تمتلك مقومات التنمية الاقتصادية ومؤهلها المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الإطار تكون صيغة التمويل (الاستثمار) التي يكون فيها سداد الأصل والحصول على الربح متوقف على نجاح المشروع، ستكون أقدر على تحقيق متطلبات التنمية أحسن من صيغ التمويل الأخرى القائمة على الفائدة المضمونة، وتتفرغ من هذه الميزة ميزات أخرى كثيرة لصالح العملاء ومشروعات التنمية، ومنها أن قاعدة الغنم بالغرم تجعل الجهة الممولة تبذل كل ما في وسعها أثناء الدراسة والتحليل والتقويم لاحتمالات نجاح المشروع وبذلك تساعد العملاء على عدم الخوض في مشروعات لا تثبت جدواها الاقتصادية والاجتماعية.

فالصكوك الإسلامية تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال قدرتها على حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية الكبرى، مثل مشروعات البنية التحتية كالنفط والغاز والطرق والموانئ والمطارات وغيرها، وكذلك لتمويل التوسعات الرأسمالية للشركات¹، وسيتم توضيح ذلك فيما يلي:

أولاً- دور الصكوك الإسلامية في تجميع وحشد الموارد المالية:

تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوعها ما بين قصيرة، متوسطة، وطويلة الآجال، وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية، وتنوع أغراضها، وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوي من عدمه، إضافة إلى عدم تعرضها لمخاطر سعر الفائدة، لأنها لا تتعامل به أصلاً، وعدم تعرضها لمخاطر التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجاباً لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول (أعيان وخدمات)².

¹ فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، إنشاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008، ص.ص. 19-20.

² مطلق جاسر مطلق الجاسر، صكوك الإجارة وأحكامها في الفقه الإسلامي: دراسة مقارنة بالإقتصاد الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم الشريعة الإسلامية، جامعة القاهرة، 2008، ص.ص. 33-34.



ثانيا- دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية:

إن التركيز على المصادر الداخلية لتوفير الموارد المالية وربطها باستخدامات تنموية حقيقية يعتبر خيارا أمثلا خاصة بالنسبة للدول النامية، وقد تكون الصكوك الإسلامية من بين الوسائل الفعالة في هذا المجال، لأنها قادرة على تحقيق الغرضين معا، وهما تعبئة الموارد وضمان توجيهها إلى مجالات استثمارية حقيقية، إذ أن التحدي الكبير والرئيسي في مجال الصناعة المالية الإسلامية لا يكمن فقط في قدرة الابتكارات المالية على تعبئة الموارد المالية، وإنما في طريقة استخدام هذه الموارد، بحيث نقرب بين تلك الموارد وبين الهدف التنموي المنشود منها، وعليه فكفاءة استخدام الموارد المالية التي تم جمعها عن طريق الصكوك الإسلامية توازي قدرتها على تعبئة هذه الموارد. وتتنوع الصكوك الإسلامية بشكل يجعلها تلائم قطاعات اقتصادية مختلفة، فهناك صكوك المراجعة التي تلائم الأعمال التجارية، وصكوك السلم التي تلصق تمويل المشاريع الزراعية والصناعات الإستخراجية والحرفيين، في حين تستخدم صكوك الإستصناع في تمويل قطاع الإنشاءات.

وبالرغم من أهمية هذه الصيغ في تمويل المشروعات الاستثمارية، تبقى صكوك المشاركة هي الأكثر ملائمة لتمويل كافة أنواع الاستثمارات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل، كما تصلح لجميع أنواع الأنشطة الاقتصادية، التجارية منها والصناعية والزراعية والخدمية، وذلك لما تتميز به من مرونة أحكامها وإمكانية انعقادها في أي مجال، وكذلك الأمر بالنسبة لصكوك المضاربة إلا أنها تمتاز عن صكوك المشاركة في فصلها إدارة المشروع عن ملكيته¹.

ثالثا- دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية :

الصكوك الإسلامية أداة يمكن استغلالها لتمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الضخمة التي تتطلب إقامتها رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تحقق فوائد لكل من المصدر والمستثمر. فالصكوك الإسلامية تلي احتياجات الدول في تمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع الحيوية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام، فعلى سبيل المثال يمكن للحكومات إصدار صكوك الإجارة لتمويل المشاريع ذات النفع العام التي ترغب الحكومة في إقامتها لتحقيق مصلحة عامة تراها لا بغرض الربح، كتمويل بناء الجسور والمطارات والطرق والسدود وسائر مشروعات البنية التحتية، حيث تكون الحكومة هنا هي المستأجر من أصحاب الصكوك الذين هم بمثابة ملاك هذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة -بصفتها مستأجرا- بإتاحة تلك المشاريع للمواطنين لاستخدامها والانتفاع بها، كما يمكن أيضا استخدام صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية².

فالصيرفة الإسلامية بأدواتها المتنوعة قادرة على قيادة برامج تمويل المشاريع الحكومية بكفاءة عالية وتكلفة

¹ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 173-176.

² أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 130-131.



منخفضة وبأجال مختلفة، وقد شهدت أسواق الصكوك العالمية عدة إصدارات حكومية لتمويل المشروعات الكبرى وتنشيط اقتصادياتها وجذب أموال المستثمرين الأجانب لتوظيفها في مشاريع متنوعة تساعد على استقرار الوضع الاقتصادي للدولة، ومن أمثلة تلك الإصدارات شهادات شهامة التي أصدرتها وزارة المالية السودانية كبديل عن سندات الحكومة الربوية، صكوك التأجير التي أصدرها المصرف المركزي لمملكة البحرين، شهادات الاستثمار المالي التي أصدرتها مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي لتمويل قطاعات رئيسية مثل الصحة، التعليم، والبنية التحتية.

فسوق الصكوك يشهد يوماً بعد يوم زيادة في الحجم، وانتشاراً على مستوى العالم ليعززها بقلة المخاطر نظراً للبيئة المحيطة بها، وحرص القائمين عليها على عدم خروجها من الصبغة الإسلامية التي تحددها شروط وضوابط صارمة، وهو سوق واعد ينتظر منه أن يكون أكثر فعالية ونجاعة في دعم وتحقيق التنمية الاقتصادية على كافة المستويات.



الخلاصة:

من خلال التطرق في هذا الفصل للإطار النظري للسوق المالي الإسلامي والذي سمح بالخروج ببعض المفاهيم الأساسية، أهمها أن السوق المالي الإسلامي هو ذلك المجال الذي يتم فيه تيسير تدفق الأموال من الفئات ذات الفوائض المالي إلى الفئات ذات العجز المالي وفق شروط وإجراءات تنظيمية مُحكمة، ساهمت إلى حد كبير في سهولة تعاملاته في مختلف أقسامه وفي عديد أدواته المالية المصدرة والمتداولة، في ظل وجود قنوات اتصال فعالة مهيكله ومنظمة تعمل على تحسين تداول الأوراق المالية، ومما زاد من أهميته توفير الأطر واللوائح التي تعمل على جعل المعلومة متاحة مما يضيف على السوق صفة الكفاءة، وتوفر شروط تعمل على جعله ذو فعالية، وبذلك يقوم بوظائفه من حشد المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع المختلفة، كما يمثل الإطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة فيه وفق الضوابط الشرعية، ويحظى هذا السوق باهتمام جميع الفاعلين في الحياة الاقتصادية للدور الحيوي والفعال الذي يقوم به في خدمة التمويل والاستثمار، ومن أجل إقامة سوق مالي إسلامي فعال، يقوم بدوره ويحقق وجوده ويؤثر إيجابياً، يفترض توافر شروط معينة أهمها أن يكون الاقتصاد منتعش، وجود سياسة اقتصادية رشيدة وهيئة شرعية، استقرار الأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية وأيضاً الضريبية، وجود مدخرات كبيرة للأفراد أو الشركات، ووجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية وكوادر متخصصة¹.

فبالنسبة للأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي فتحتل في الأسهم التي هي حق شائع للمساهم في جزء من رأسمال الشركة، وقد تكون حصة نقدية أو عينية، وتتفرع إلى أنواع عديدة لاعتبارات مختلفة، وقيم مختلفة، وخصائص متنوعة، وحقوق قانونية ومالية، وتكون موافقة لأحكام الشريعة الإسلامية.

وكذا الصكوك الإسلامية التي هي من أهم الأدوات المالية الحديثة المتداولة في السوق المالي الإسلامي، المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، تصدر من قبل الحكومات والشركات بأنواع معددة وفق ضوابط وآليات خاصة بها، مما ساهم في نموها وازدهارها، ودورها في توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية، فلعبت الدور والأثر الإيجابي في تنشيط وتفعيل السوق المالي الإسلامي من حيث حجم الإصدار ومختلف الأنواع المصدرة، وبنى إصدار الصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالي الإسلامي في جميع مراحلها على شروط وضوابط شرعية عامة وخاصة، تميزها عن باقي الأدوات المالية الأخرى، وتقرها اللجان الشرعية المعنية من قبل الجهة المصدرة.

¹ محمد البريل، أسواق النقد والمال، زهراء للنشر، مصر، 1996، ص.ص. 41-42.

الفصل الثاني

تأثير الأدوات المالية

الإسلامية على نشاط سوق

الخرطوم الأوراق المالية



تمهيد:

شهد الاقتصاد السوداني في بداية التسعينات عدة تعديلات، أهمها إلغاء العمل بنظام سندات الخزنة، باعتبارها آلية غير متطابقة مع توجيهات الاقتصاد الإسلامي، مما أدى إلى التفكير في إصدار أوراق مالية حكومية تتفق مع توجيهات الشريعة الإسلامية.

أصدرت الحكومة السودانية عام 1995 قانون صكوك التمويل، الذي كان أول خطوة في إيجاد بدائل استثمارية وتمويلية للسندات الربوية، التي كانت تستخدم لإدارة السيولة، وتمويل المشاريع الحكومية وسد عجز الموازنة العامة، حيث اهتدى كل من بنك السودان المركزي ووزارة المالية إلى إصدار أدوات مالية تقوم مقام عمليات السوق المفتوحة في النظام التقليدي وتتماشي مع موجهاً الشريعة الإسلامية بخلوها من شبهة الربا، فهي تقوم على أسس شرعية وتتميز بدرجة من المرونة والواقعية، وتقوم على المشاركة بدلاً عن المدائنة وذلك لحركتها.

فقد تم ابتكار كل من شهادات مشاركة البنك المركزي "شتم"، وشهادات مشاركة الحكومة "شهامه"، وبما أن بنك السودان لا يحق له المتاجرة في الأوراق المالية مع الجمهور مباشرة فقد تم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية لتقوم بهذا الدور بواسطة بنك السودان ووزارة المالية والاقتصاد الوطني.



المبحث الأول: الإطار النظري لسوق الخرطوم للأوراق المالية.

يلعب سوق الخرطوم للأوراق المالية دوراً رئيسياً من خلال تقديم خدمات ومنتجات مالية مبتكرة تتسم بالجودة والمهنية والمصداقية خلال السنوات القادمة عن طريق إجراء إصلاح شامل في النواحي المالية والإدارية والفنية والتقنية والقانونية بهدف إنشاء سوق قوي يسعى لتعزيز دوره في التطور الاقتصادي وضمان سلامة المستثمرين والمتعاملين فيه.

المطلب الأول: ماهية سوق الخرطوم للأوراق المالية.

سوق الخرطوم للأوراق المالية هو سوق يُعنى بتنظيم ورقابة الأوراق المالية السودانيّة المدرجة من الأسهم والصكوك الحكومية والصناديق الاستثمارية، وتنظيم بيع وشراء الأوراق المالية بما يخدم الاقتصاد السوداني، وتوفير بيئة جاذبة للاستثمار من خلال تجميع المدخرات وتوظيفها التوظيف الأمثل والمحافظة على حقوق أصحاب الأسهم في الشركات المدرجة.

الفرع الأول- التطور التاريخي لنشأة سوق الخرطوم للأوراق المالية:

أكمل سوق الخرطوم للأوراق المالية بنهاية سنة 2018م عامه الرابع والعشرين منذ تأسيسه، وشهدت مسيرته عدة مراحل و تطورات كان من شأنها دفع عجلة تقدم السوق، حيث كان آخرها البداية الفعلية للعمل بالتداول الإلكتروني.

وفيما يلي ملخص عن أهم المراحل في عمر السوق، والتي يمكن تقسيمها لأربع مراحل أساسية هي:

أولاً- فكرة إنشاء سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تأسس سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994م، وشهدت مسيرته مراحل عدة، حيث بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962م، وتم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات، بدايتها من قبل وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي. < في عام 1982م تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان، ولكن لم يحرز أي تقدم في هذا الشأن حتى عام 1992م؛ < بدأت الخطوات الجادة لإنشاء سوق للأوراق المالية في أوت 1992م وذلك في ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990م-1993م)؛ < في عام 1992م تم تأسيس هيئة الأسواق المالية، وفي نوفمبر من نفس العام أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لعام 1982م، إلا أن هذا القانون المعدل لم يفِ بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية¹.

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، ص.16. متاح على الموقع: <http://www.kse.com.sd>



ثانياً- الانطلاقة الفعلية لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

- في عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، والذي أصبح بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونياً مستقلاً.
- ◀ في العاشر من شهر أكتوبر 1994م بدأ العمل في السوق الأولي (سوق الإصدارات)؛
- ◀ في شهر جانفي 1995م بدأ العمل في السوق الثانوي (سوق التداول) بعدد 34 شركة مدرجة؛
- ◀ في عام 1996م ارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 34 إلى 40 شركة؛
- ◀ في عام 1997م زيادة مقدرة رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية مما يعادل 31 مليون دولار أمريكي إلى 139 مليون دولار أمريكي، وتأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.
- ◀ في عام 1999م بدأ العمل بنظام السوق الموازي حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوي وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أيٍّ من السوقين النظامي، وغير النظامي (الموازي).
- ◀ في عام 2001م بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية بواسطة بنك الاستثمار المالي وشهادات المشاركة الحكومية "شهادة" بواسطة الدولة، وإدراجها بالسوق الموازي؛
- ◀ في عام 2002م كان هناك توسع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية؛
- ◀ في أكتوبر 2003م تم الإعلان عن مؤشر الخرطوم (30) KH، وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وإدراج سهم سوداتل تقاطعياً في سوق أبو ظبي للأوراق المالية؛
- ◀ في عام 2004م بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق، وتم توقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية؛
- ◀ شهد عام 2005م ارتفاعاً قياسياً في مؤشرات التداول حيث ارتفع حجم التداول إلى 1,21 مليار جنيه، وارتفاع المؤشر العام (30) KH بنسبة نمو بلغت 97.3%، وارتفعت القيمة السوقية إلى 7,47 مليار جنيه، وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%؛
- ◀ في عام 2006م ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2,06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70%؛
- ◀ في عام 2007م تم انضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين أسواق المنطقة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع والحفظ المركزي؛



◀ شهد عام 2008م ارتفاعاً ملحوظاً في حجم التداول، كما اكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي؛

◀ في عام 2009م سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقه الثانوي، حيث ارتفع حجم التداول إلى 2,2 مليار جنيه مقارنة بـ 1,8 مليار جنيه العام السابق، أي بنسبة ارتفاع بلغت 19.5%، كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني المتوقع العمل به خلال عام 2011م بإنشاء الله؛ وتم وضع خطة عمل من اثني عشر محوراً لتطوير السوق حيث جاءت هذه الخطة لتمثل الرؤية المستقبلية للسوق؛

◀ في عام 2010م حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوي في 1995م متفوقاً على عام 2009 الذي بلغ 2.2 مليار جنيه مقارنةً بمبلغ 2.4 مليار جنيه، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة من 164.712.836 سهماً إلى 166.548.512 سهماً بنسبة نمو طفيفة، وكذلك عدد الصفقات المنفذة (العقود) من 8.065 إلى 8.265 صفقة، فيما شهد عدد ال صكوك المتداولة انخفاضاً من 7.646.614 صكاً إلى 5.848.016 صكاً؛

◀ في عام 2011م تم اعتماد السوق عضواً دائماً (بصفة مراقب) في إتحاد البورصات العربية¹ على أن يتمتع بكامل العضوية عند انعقاد الاجتماع القادم للإتحاد.

ثالثاً- التداول الإلكتروني في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

في عام 2011م تم توقيع عقود توريد وتركيب وتشغيل أجهزة البرامج، وبداية تركيب شاشات العرض الداخلية الثابتة والمتحركة، وواصل حجم التداول الارتفاع عن العام السابق حيث بلغ 2,6 مليار جنيه، وعدد الصكوك من 5 مليون صك إلى 1 مليون صك، كما تم إدراج شركة واحدة خلال هذا العام وهي بنك الجزيرة السوداني الأردني، ثم وصول وتركيب وتشغيل كل معدات التداول الإلكتروني، والانتهاء من اختبارات أنظمتها، وتدريب كل العاملين بالسوق والوسطاء المعتمدين على هذه الأنظمة، وانتهى ببداية التشغيل التجريبي لبرنامج التداول الإلكتروني.

◀ في عام 2012 :

✓ افتتح السيد وزير المالية والاقتصاد الوطني منظومة التداول الإلكتروني تحت رعاية السيد رئيس الجمهورية؛
✓ ارتفعت معدلات التداول ارتفاعاً كبيراً عن العام السابق نسبة لتطبيق نظام التداول الإلكتروني حيث بلغ حجم التداول 3,1 مليار جنيه مقارنة بـ 2,6 مليار جنيه في العام السابق، وقفز عدد الصفقات المنفذة من 7.870 صفقة في العام السابق إلى 12.719 صفقة هذا العام.

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.17.



◀ في عام 2013م:

- ✓ واصل حجم التداول الارتفاع عن العام السابق حيث بلغ 3,9 مليار جنية مقارنة ب 3,1 مليار جنية في عام 2012م، كما ارتفع عدد الصفقات المنفذة ارتفا عاكبرا حيث بلغت 16.435 صفقة مقارنة ب 12.719 صفقة في العام السابق؛
- ✓ توقيع مذكرة تفاهم مع المجلس القومي للصحافة والمطبوعات؛
- ✓ بداية تشغيل المرحلة الثانية للتداول الإلكتروني؛
- ✓ تم إدراج شركتين هذا العام وهما شركة البركة للخدمات المالية وشركة مستشفى السلام المحدودة.
- ✓ ارتفاع كبير في مؤشرات التداول.

◀ في عام 2014م:

- ✓ تم إجازة لائحة مكافحة غسيل الأموال لشركات الأوراق المالية ولائحة حوكمة شركات المساهمة العامة، وتدشين موقع السوق الإلكتروني بعد إعادة تصميمه، بالإضافة إلى توقيع اتفاقية مع بنك البركة السوداني ليصبح بموجبها بنكاً للتسوية والتقاص النقدي لعمليات التداول، وتوقيع اتفاقية تعاون بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وشركة مصر للمقاصة وشركة النيل للتكنولوجيا ونشر المعلومات، وتفعيل التعاون المشترك مع البورصة المصرية؛
- ✓ انضمام سوق الخرطوم للأوراق المالية لمنظمة مراكز الإيداع والقيود المركزي بمنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، بالإضافة إلى المشاركة في الاجتماع الإقليمي للمنظمة الذي أقيم بدولة البحرين؛
- ✓ إدراج شركة بيان للاستثمار المالي، شركة النصر للإسكان والتشييد، شركة المغتربين للتعليم والتقانة والبحث العلمي، والشركة الوطنية لرظم التعليم في السوق الثانوي؛
- ✓ مشاركة سوق الخرطوم للأوراق المالية في المؤتمر الأول لأسواق المال العربية الذي أقيم بدولة الإمارات العربية المتحدة والذي نظمه إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية.

✓ زيارة الأمين العام لنادي الخرطوم الوطني لسوق الخرطوم للأوراق المالية للتفكير حول إمكانية تحويل نادي الخرطوم الوطني لشركة مساهمة عامة، والمزايا التي سيجنيها النادي من عملية التحول.

- ◀ في عام 2015م تم تعديل جلسات التداول لمواكبة نظام عمل بنك التسوية، وقام سوق الخرطوم للأوراق المالية بإصدار منشور بإعادة هيكلة شركات الوساطة المالية العاملة بالسوق في جويلية 2015م، وفي شهر نوفمبر تم شطب اسم السودان من قائمة الدول التي تعاني من قصور في استيفاء متطلبات مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب؛

- ◀ في جوان 2016م أجاز المجلس الوطني قانونين هما قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016م، إلى جانب إجازة عدد من اللوائح مثل التخلص من الفائض، التسوية والتقاص، تنظيم أعمال مجلس الإدارة، لائحة المشتريات، عقود الشراء، الدليل الإرشادي لمكافحة غسل الأموال وتمويل



الإرهاب، ولائحتي المراجعة الداخلية والجزاءات والمخالفات، بالإضافة إلى الضوابط المنظمة لصندوق ضمان التسويات واللائحة العامة ولائحة التداول وضوابط بنك التسوية إلى جانب لائحة شروط خدمة العاملين، التي تمت إجازتها من قبل مجلس إدارة السوق.

كما شهد عام 2016م بداية الخطوات التنفيذية الأولى لبرنامج نظام التداول عن بُعد (Fix Engine) المتوقع العمل به فعلياً أوائل سنة 2017 م.

﴿ في مطلع عام 2017م حصل السوق على عدة جوائز عالمية وإقليمية، وفي مقدمتها جائزة أفضل بورصة مستدامة بواسطة مجلة Capital Finance International (CFI) البريطانية، حيث ثبت تفوق هذا السوق على العديد من البورصات بشمال إفريقيا، وكذلك حصوله على جائزة التميز في تداول الأوراق المالية من إتحاد البورصات العربية، وتصدر البورصات العربية الأربع خلال الربع الثالث من سنة 2017م وفقاً لتقرير صندوق النقد العربي، كما تم تدشين برنامج التداول الإلكتروني عن بُعد، وانتقال قاعة التداول إلى مقر السوق الرئيسي، إلى جانب مشاركة السوق في عدة مؤتمرات دولية منها مؤتمر "أيوفي" بمملكة البحرين.

ومن ضمن الانجازات التي شهدتها خلال عام 2017م انعقاد الجمعية العمومية الرابعة عشر للسوق بعد غياب دام لأكثر من خمسة سنوات وصعود المؤشر العام للسوق [مؤشر الخرطوم (30) KH] إلى أكثر من أربعة آلاف نقطة، كما شهد السوق تنفيذ أكبر صفقة من حيث حجم التداول منذ تأسيس السوق، إلى جانب إطلاق مؤشر السوق [مؤشر الخرطوم (30) KH] داخل المؤشر المركب لقاعدة بيانات أسواق المال العربية¹.

رابعا- التداول عن بُعد في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

في الأول من مارس 2018 م دشّن سوق الخرطوم للأوراق المالية نظام التداول الإلكتروني عن بُعد عبر البروتوكول المعياري FIX (Financial Information Exchange) الذي يتيح لشركات الوساطة المعتمدين لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية تداول الأوراق المالية المدرجة من أماكن تواجدهم، ودون الحاجة إلى التواجد داخل قاعة التداول الإلكتروني، وذلك عبر إتاحة التداول بتقنيات التداول عبر الإنترنت وتطبيقات الهاتف الجوال، كذلك يمكّن النظام من نشر ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية بين قطاعات المستثمرين وجذب استثمارات أجنبية من شأنها رفع الاقتصاد السوداني ليضاهي بذلك سوق الخرطوم للأوراق المالية الأسواق الإقليمية والدولية في عملية التداول عن بُعد².

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 18-19.

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، دليل البورصة 2018، مرجع سبق ذكره، ص. 11.



الفرع الثاني - أغراض وأهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية:

لا يختلف السوق المالي (سوق الأوراق المالية) عن غيره من الأسواق، فهو مكان يلتقي فيه البائعون والمشترون لتبادل سلعة معينة (عملية التداول)، والسلعة هنا هي الأسهم والصكوك، ويقوم السوق بالإشراف والرقابة على عمليات الإصدار للأوراق المالية الجديدة في مرحلة التأسيس أو زيادة رأس المال.

أولاً - أغراض سوق الخرطوم للأوراق المالية:

يمكن توضيح أغراض سوق الخرطوم للأوراق المالية كما يلي¹:

- ✓ توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين ومصصلحة الاقتصاد الوطني؛
- ✓ حماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعدل بالتنسيق مع السلطة؛
- ✓ الاتصال وتبادل الخبرات والمعلومات الأساسية بين السوق، والأسواق المماثلة، والمنظمات العربية والإقليمية والعالمية ذات الصلة والانضمام لعضويتها؛
- ✓ ترسيخ قواعد السلوك المهني التي تضعها السلطة، والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة والعام لين في مجال الأوراق المالية؛
- ✓ تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية وحمايته؛
- ✓ الترويج لقيام شركات المساهمة العامة.

ثانياً - اختصاصات سوق الخرطوم للأوراق المالية وسلطاته:

يكون للسوق في سبيل تحقيق أغراضه الاختصاصات الآتية²:

- ✓ تنظيم ومراقبة إدراج الأوراق المالية والتعامل فيها شراء وبيعاً؛
- ✓ الموافقة على تعيين شاغلي الوظائف القيادية لشركات الوساطة المالية؛
- ✓ الترخيص لممثلي شركات الوساطة المالية للعمل داخل السوق وفقاً لما تحدده اللوائح؛
- ✓ تطوير و تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتهيئة المناخ الاستثماري المناسب لها؛
- ✓ مكافحة عمليات غسيل الأموال وتمويل الإرهاب بالتنسيق مع الجهات المختصة؛
- ✓ استخدام العاملين وفق أحكام القوانين المنظمة لذلك؛
- ✓ إبرام العقود والاتفاقيات ذات الصلة باختصاصاته وسلطاته؛
- ✓ تملك الأموال الثابتة والمنقولة اللازمة لمزاولة أنشطته.

¹ المجلس الوطني تشريع، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016م، دورة الانعقاد الثالث، المادة 06، ص.03، متاح على الموقع:

http://tpsudan.gov.sd/resources/uploads/files/files2/laws_2016.pdf

² المرجع نفسه، المادة 07، ص.04.



ثالثاً- أهداف سوق الخرطوم للأوراق المالية:

نص قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية على الأغراض التالية للسوق¹:

- ✓ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بيعاً وشراءً، وتحويل ملكيتها وفقاً للقوانين واللوائح السائدة؛
- ✓ تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وتميئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية مما يعود بالنفع على المستثمر وعلى الاقتصاد السوداني ككل؛
- ✓ العمل على توسيع وتعزيز الملكية الخاصة للأصول الإنتاجية في الاقتصاد الوطني، وعلى نقل الملكية العامة للأصول الرأسمالية للدولة إلى أوسع الفئات الوطنية؛
- ✓ تطوير وتنمية سوق الإصدارات وذلك بتنظيم ومراقبة إصدارات الأوراق المالية وتحديد الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في نشرات الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام من قبل الجمهور؛
- ✓ ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين فئات المستثمرين وضمان تكافؤ الفرص للمتعاملين في الأوراق المالية وحماية صغار المستثمرين؛
- ✓ اقتراح كيفية تنسيق البيانات المالية والنقدية وحركة رؤوس الأموال والإشراف على السياسة المتعلقة بتنمية مصادر التمويل المتوسط والطويل الأجل، وذلك بما يحقق الاستقرار المالي والاقتصادي في السودان، ومن ثم تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

رابعاً- عضوية السوق:

1- تكون عضوية السوق²:

أ- إلزامية للجهات التالية:

✓ البنك؛

✓ المصارف ومؤسسات التمويل المتخصصة؛

✓ شركات المساهمة العامة؛

✓ شركات الوساطة المالية المرخص لها وفقاً لأحكام القانون؛

✓ أي جهة يوافق المجلس على قبول عضويتها.

ب- يلتزم الأعضاء المنصوص عليهم أعلاه سداد الالتزامات المالية المفروضة عليهم من السوق.

2- يكون للسوق جمعية عمومية تتكون من جميع أعضائه المنصوص عليهم أعلاه (المادة 09)³.

3 - تكون للجمعية العمومية الاختصاصات والسلطات الآتية⁴:

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي التاسع عشر 2013 م، مرجع سبق ذكره، ص.08.

² المجلس الوطني تشريع، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016م، المادة 09، مرجع سبق ذكره، ص.04.

³ المجلس الوطني تشريع، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016م، المادة 10، مرجع سبق ذكره، ص.05.

⁴ المرجع نفسه، المادة 11، ص.05.



✓ إقرار وقائع الاجتماع السنوي السابق للجمعية العمومية؛

✓ مناقشة التقرير السنوي للسوق؛

✓ اختيار المراجع القانوني للسوق؛

✓ إصدار لائحة داخلية لتنظيم إجراءات اجتماعها؛

✓ أي اختصاصات أخرى تراها مناسبة.

4- يكون حضور اجتماعات الجمعية ال عمومية لأعضاء السوق الذين سددوا الالتزامات المالية وفقاً لأحكام المادة (09) الفقرة (ب) [1].

5- يكون للسوق هيئة رقابة شرعية تتكون من ثلاث (03) أعضاء من علماء الشريعة الإسلامية ممن لهم إلمام بالمعاملات المالية والاقتصادية، وتختارهم الجمعية العمومية، وتعين اله هيئة مقرراً لها، وتختص أعمال هيئة الرقابة الشرعية بالرقابة على أعمال السوق للتأكد من التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية².

خامساً- أقسام سوق الخرطوم للأوراق المالية:

سوق الخرطوم للأوراق المالية هو المكان المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية وفقاً للأسعار التي تحددها آلية السوق (العرض والطلب)، وينقسم إلى قسمين:

1- السوق الأولي:

بدأ العمل في السوق الأولي "سوق الإصدارات" في العاشر من أكتوبر 1994 م، وذلك من خلال قيامه بالإشراف على إصدار الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة العامة حديثة التأسيس أو شركات المساهمة العامة القائمة التي ترغب في زيادة رأسمالها³، وطرحها للاكتتاب العام وفقاً لأحكام قانون سلطة تنظيم أسواق المال واللوائح في إطار القوانين واللوائح الصادرة والتعليمات والأعراف السائدة.

2- السوق الثانوي:

وهو السوق الذي تتم فيه عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها مباشرة أو بالوكالة (بالوساطة)، وتبادل ملكية الأوراق المالية في قاعة تداول خاصة بذلك الغرض أو في مكاتب السوق⁴، ففي الثاني من جانفي 1995 م بدأ العمل في السوق الثانوي (سوق التداول) بعدد 34 شركة مدرجة.

3- السوق الثالث:

في عام 1999 م بدأ العمل بنظام السوق الم وازي حيث تم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوي وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي، وغير النظامي (الموازي).

¹ المرجع نفسه، المادة 12، ص.05.

² المرجع نفسه، المادة 14، ص.05.

³ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع عشر 2008 م، مرجع سبق ذكره، ص.25.

⁴ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الواحد والعشرون 2015 م، مرجع سبق ذكره، ص.19.



ويتمثل السوق الثالث في العمليات المستثناة من التداول داخل القاعة.

سادسا- كيفية التعامل في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

يتم بيع وشراء الأسهم والصكوك وشهادات المشاركة الحكومية "شهادة" عبر الوكلاء المعتمدين لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية، وفي حالتي البيع أو الشراء تتم العملية بتفويض (بيع أو شراء) لإحدى شركات الوكالة العاملة، يتم فيه تحديد الكمية المباعة أو المشتراة، وسعر الشراء والبيع، وجلسة التداول التي يريد المشتري أو البائع تنفيذ أوامره فيها، وتتم عمليات البيع أو الشراء عبر نظام المزايدة المكتوبة، ويمكن أن يكون التفويض مكتوباً أو هاتفياً أو بأي من وسائل الاتصال الحديثة، بعدها يستلم المشتري إشعاراً من الشركة يفيد بتحويل ملكية الأسهم أو الصكوك أو الشهادات ويستلم البائع الثمن.

ويفتح السوق في العاشرة من صباح كل يوم عدا يومي الجمعة والسبت، وتستمر جلسة التداول للساعة الواحدة قابلة للتمديد¹.

سابعا- القطاعات الاقتصادية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

يتكوّن سوق الخرطوم للأوراق المالية من عشرة قطاعات اقتصادية تتمثل في:

1- البنوك وشركات الاستثمار ويضم هذا القطاع 24 بنكاً؛

2- التأمين ويضم هذا القطاع حوالي 08 شركات تأمين؛

3- الصناعي ويضم هذا القطاع شركتين (02)؛

4- التجاري ويضم هذا القطاع 07 شركات؛

5- الاستثمار والتنمية ويضم هذا القطاع 07 شركات؛

6- الزراعي ويضم هذا القطاع 03 شركات مساهمة عامة؛

7- الاتصالات والوسائط ويضم هذا القطاع 05 شركات؛

8- الوساطة المالية ويضم هذا القطاع 06 شركات؛

9- الصكوك والصناديق الاستثمارية؛

10- الشهادات الاستثمارية.

وتتضمن هذه القطاعات حوالي 62 شركة مساهمة عامة بالإضافة لعدد من الصناديق الاستثمارية

والشهادات الاستثمارية.

ثامنا- أهم المؤسسات المالية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

تتمثل أهم المؤسسات المالية المكونة لسوق الخرطوم للأوراق المالية في:

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الرابع عشر 2008م، مرجع سبق ذكره، ص.28.



1- بنك السودان المركزي:

تتلخص مهام بنك السودان المركزي حسب المادة (6) من قانونه لعام 2002 (تعديل 2012) في المحافظة على استقرار سعر الصرف، وكفاءة النظام المصرفي وإصدار العملة بأنواعها وتنظيمها ومراقبتها، ووضع السياسة النقدية وتنفيذها، وتنظيم العمل المصرفي ورقابته والإشراف عليه، والعمل على تطويره وتنميته ورفع كفاءته بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المتوازنة، بالإضافة إلى عمله كمصرف للحكومة ومستشار ووكيل لها في الشؤون النقدية والمالية.

ويقوم بنك السودان المركزي بتنفيذ سياساته عبر فروعه التي بلغت 17 فرعاً كما هو الحال بنهاية عام 2016م، موزعة على ولايات السودان المختلفة¹.

2- شركة السودان للخدمات المالية المحدودة:

تم إنشاء شركة السودان للخدمات المالية المحدودة في أوت 1998م بواسطة بنك السودان المركزي ووزارة المالية والاقتصاد الوطني، وقد تم تسجيلها لدى المسجل العام للشركات تحت قانون الشركات لسنة 1925م في 16/05/1998، ومنوط إليها القيام بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة، والتصرف الإداري الكامل في الأنصبة والحصص المملوكة لحكومة السودان ومؤسساتها عن طريق إصدار صكوك استثمارية وفقاً للأدوات المالية الإسلامية المناسبة، ويجوز للشركة القيام بأعمال الخدمات المالية الإسلامية المناسبة، والقيام بأعمال الخدمات المالية المتعلقة بالإدارة، والتصرف في إصدار أي صكوك عن أصول مالية مملوكة لأي جهة أخرى بطلب من أصحابها والتنسيق مع الجهات المختصة بوزارة المالية، وأي أسواق إقليمية أو عالمية لتطوير الأدوات المالية الإسلامية وإصدارها.

وكذا القيام بصناعة الأوراق المالية المتعلقة بإصدار وتسويق وإدارة الصكوك الحكومية، والمساهمة في المشروعات التنموية الاقتصادية والاجتماعية للدولة، والمساهمة في إدارة السيولة على المستوى القومي وتمويل عجز الموازنة².

واصلت الشركة خلال عام 2014 تنظيم المزادات في السوق الأولي للأوراق المالية ببيع وشراء شهادات مشاركة الحكومة "شهادة"، وشهادات الاستثمار الحكومية "صرح"، وشهادات إجازة البنك المركزي "شهاب" وشهادات إجازة أصول مصفاة الخرطوم للبترو "شامة"، بالإضافة إلى شهادات إجازة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء "شاشة" بالعملة المحلية، وشهادات إجازة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور" بالدولار الأمريكي³.

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي السابع والخمسون للعام 2017، ص.59، متاح على الموقع:

https://cbos.gov.sd/ar/type_publication

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، دليل البورصة 2018، مرجع سبق ذكره، ص.139.

³ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الرابع والخمسون للعام 2014، مرجع سبق ذكره، ص.74.



أما خلال عام 2017 فقد واصلت الشركة تنظيم المزادات في السوق الأولي للأوراق المالية ببيع شهادات مشاركة الحكومة "شهامة"، وشهادات الاستثمار الحكومية "صرح"، والأوراق المالية الأخرى¹.

3- شركات الوساطة المالية:

هي شركات تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والسوق، وذلك بتلقي الأوامر من المستثمرين بالبيع أو الشراء وتنفيذها في السوق، فلا يمكن الاستثمار في السوق إلا من خلال تلك الشركات المالية التي تختص بأنظمة التداول في السوق، وفي عام 2016 م بلغت عدد شركات الوساطة العاملة في سوق الخرطوم للأوراق المالية 41 شركة وساطة مالية.

تنحصر أغراض شركات الوساطة في القيام بأعمال الوساطة فقط كما نصت عليه المادة (18) (1) من قانون سلطة تنظيم أسواق المال لسنة 2016 م، والتي تشمل الأعمال التالية²:

- ✓ شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء؛
- ✓ الشراء والبيع لصالح محفظة الوسيط المالي؛
- ✓ تغطية إصدارات الأوراق المالية؛
- ✓ تسويق وبيع إصدارات الأوراق المالية؛
- ✓ الاستشارات والنصح المالي؛
- ✓ تكوين وإدارة محافظ الغير للأوراق المالية؛
- ✓ تكوين وإدارة صناديق الاستثمار؛
- ✓ الترويج لتأسيس شركات المساهمة العامة؛
- ✓ أي مجالات أخرى يقرها المجلس.

وفق منشور إعادة هيكلة شركات الوساطة العاملة بالسوق للعام 2015م، وذلك بقرار مجلس إدارة السوق بالرقم 2015/01/06 في اجتماعه المنعقد بتاريخ 2015/07/06م، فقد تم تصنيف شركات الوساطة إلى أربعة فئات وهي:

- ❖ شركة مساهمة عامة يُصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير).
- ❖ شركة مساهمة عامة لا يُصدر صناديق استثمارية وتدير محافظ (لمصلحتها وللغير).
- ❖ شركة مساهمة عامة تعمل فقط في البيع والشراء للجمهور ولمحفظتها فقط.
- ❖ شركة خاصة تعمل في مجال الاستشارات والنصح المالي.

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي السابع والخمسون للعام 2017، مرجع سبق ذكره، ص.88.

² المرجع نفسه، ص.80.



وتمثل شركة ترويج للاستثمار المالي واحدة من أهم شركات الوساطة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، ويمكن تقديمها كما يلي:

تم تأسيس شركة ترويج للاستثمار المالي في أوت 2001م كشركة مساهمة عامة بين بنك السودان المركزي (60%)، وشركة السودان للخدمات المالية (40%)، وتهدف هذه الشركة إلى:

- ✓ تحقيق تسويات فورية لجميع المعاملات الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء؛
- ✓ العمل كذراع للبنك المركزي في السوق الثانوي للمساهمة في تحقيق أهداف السياسة النقدية عن طريق عمليات السوق المفتوحة؛
- ✓ ترويج وتسويق جميع الأوراق المالية ومنتجات شركة السودان للخدمات المالية في السوقين الأولي والثانوي؛
- ✓ شراء وبيع الأوراق المالية لصالح محفظة الشركة وإدارة محافظ الغير؛
- ✓ تقديم الدراسات والاستشارات وأفضل الخيارات الاستثمارية في ظل ظروف السوق المختلفة.

وقد قامت الشركة من خلال الجهد المتواصل لتنمية قدراتها والتميز في النشاط الاستثماري برفع رأسمالها المدفوع إلى 20 مليون جنيه لتكون أكبر شركة خاصة من حيث رأس المال المدفوع بسوق الخرطوم للأوراق المالية وذلك حتى تستطيع المنافسة بصورة أكبر في مختلف نشاطات السوق وخاصة المشاركة في إدارة الصناديق الاستثمارية وإدارة محافظ الغير.

ومن خلال هذا الجهد شاركت الشركة في إنشاء وإدارة أحد أكبر الصناديق المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية بالتعاون مع شركة جلويل بيت الاستثمار المالي السوداني، وهي أكبر شركة وكالة معتمدة في السوق من حيث رأس المال وتنوع النشاط.

كما استحدثت الشركة فكرة إنشاء محفظة للأوراق المالية لاستيعاب أموال المدخرين لتعظيم العائد للطرفين، بالإضافة إلى تشجيع مفهوم الادخار والاستثمار في مجال الأوراق المالية.

بلغ رؤوس أموال المحافظ التي تديرها الشركة خلال عام 2010 نسبة 70% من رأس مال الشركة المدفوع¹.

الجدول رقم (2-1): نشاط شركة ترويج للاستثمار المالي للفترة [2009-2017]

الوحدة: مليون جنيه

البيان	السوق الأولي	السوق الثانوي	الإجمالي	معدل التغير %
2009	129,6	53,6	183,2	-
2010	184,9	171,9	356,8	94,76
2011	142,6	196,2	338,8	(5,04)
2012	237,8	132,2	370,0	9,21

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الخمسون للعام 2010م، مرجع سبق ذكره، ص.64.



34,54	497,8	16,6	481,2	2013
236,52	1.675,2	49,2	1.626,0	2014
(18,26)	1.369,2	71,6	1.298,0	2015
(30,40)	952,9	48,3	904,6	2016
352,30	4.310,0	158,4	4.151,6	2017

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2009-2017]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن حجم نشاط الشركة استمر إجمالاً في الارتفاع من 183,2 مليون جنيه عام 2009م إلى 1.675,2 مليون جنيه عام 2014م، بمعدل 814,41 %، ثم أخذ في الانخفاض ليصل عام 2016م إلى 952,9 مليون جنيه بمعدل (43,11) %، ليعاود الارتفاع من جديد عام 2017م إلى قيمة 4.310,0 مليون جنيه بمعدل 352,3 %، نتيجة لارتفاع الطلب على الأوراق المالية حيث تمكن بنك السودان المركزي من زيادة مبيعاته من الشهادات الحكومية في السوق الثانوي.

الفرع الثالث- مؤشرات الأداء المالي لسوق الخرطوم للأوراق المالية:

ظهرت المؤشرات لتقيس مدى درجة التغيرات التي تحدث في الأسواق المالية، ويعمل المؤشر كمعيار استرشادي للمستثمرين لتقييم أداء واتجاهات التداول في السوق.

أولاً- مؤشر رأس المال السوقي:

رأس المال السوقي أو القيمة السوقية للشركات عبارة عن عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في القيمة السوقية للسهم (سعر السهم السوقي) عند نهاية فترة زمنية محددة كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-2): تطور رأس المال السوقي خلال الفترة [2000- جوان 2019]

الوحدة: مليار جنيه

السنوات	رأس المال السوقي	معدل التغير %	السنوات	رأس المال السوقي	معدل التغير %	السنوات	رأس المال السوقي	معدل التغير %
2000	1,008	-	2007	10,3	10,61	2014	12,8	14,41
2001	1,201	19,14	2008	8,131	(21,05)	2015	13,8	7,81
2002	1,559	29,80	2009	7,589	(6,66)	2016	15,939	15,5
2003	1,929	23,73	2010	6,391	(15,24)	2017	19,836	24,45
2004	3,689	91,23	2011	7,062	10,50	2018	47,939	141,67
2005	7,473	102,57	2012	9,634	36,42	جوان 2019	57,901	-



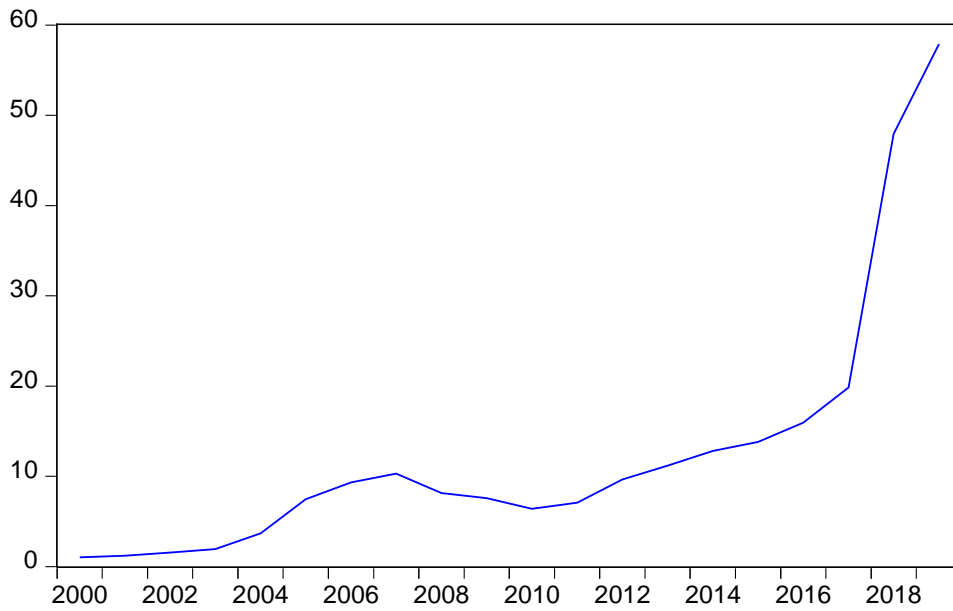
			16,13	11,188	2013	24,60	9,312	2006
--	--	--	-------	--------	------	-------	-------	------

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-2019]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية من 1,008 مليار جنيه نهاية عام 2000م مقارنة بمبلغ 10,3 مليار جنيه نهاية عام 2007م، ثم انخفضت حتى وصلت إلى 6,391 مليار جنيه عام 2010م، واستأنفت الارتفاع تدريجياً حتى وصلت إلى 49,5 مليار جنيه نهاية الربع الأول 2019م، وبلغت 57,901 مليار جنيه في جوان 2019م، ويلاحظ زيادة معدلات النمو لرأس المال السوقي منذ إدراج السوق بقاعدة الأسواق العربية المدرجة بإتحاد البورصات العربية¹ عام 2018م، والشكل الموالي يوضح تطور رأس المال السوقي :

الشكل رقم (2-1): تطور رأس المال السوقي خلال الفترة [2000-2019] جوان 2019

VM



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخزجات برنامج Eviews 10.

ثانياً- مؤشر الخرطوم 30:

تغطي الشركات المكونة لمؤشر الخرطوم أغلب القطاعات المكونة للشركات المدرجة في السوق (البنوك وشركات الاستثمار، التأمين، الصناعي، التجاري، الخدمات المالية، التنمية والاستثمار الزراعي والاتصالات والوسائط)، وترتفع قيمة المؤشر وتنخفض بناءً على أداء الأوراق المالية المدرجة في السوق والمكونة لعينة المؤشر، كما يرصد التغيرات اليومية الحادثة في أداء الأوراق المالية والتوجهات المستقبلية في السوق².

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017م، مرجع سبق ذكره، ص.36.

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة البورصة، 2014، ص19، <http://www.kse.sd/UserFiles/File/magazine.pdf>



الهدف من عمل المؤشر هو قياس التغير الذي يطرأ على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق خلال فترة معينة.

وقد كانت القيمة الابتدائية لحساب المؤشر 100 نقطة، وفي الأول من شهر جوان تم تعديل القيمة إلى 1000 نقطة، وبدأ العمل بمؤشر الخرطوم 30 (الذي ساعد في تصميمه صندوق النقد العربي) في أكتوبر 2003م عند نقطة الأساس 1000 نقطة، ووصل نهاية الربع الأول من عام 2019م إلى 13.591,24 نقطة¹.

1- طريقة حساب المؤشر العام (الخرطوم 30):

المؤشر العام (الخرطوم 30) هو عبارة عن القيمة المرجحة للتداول، ويتم حساب المؤشر من 30 شركة التي تمثل الشركات الأكثر سيولة في السوق، ويتم وضع 10% كحد أقصى لضمان تمثيل أكبر قدر من الشركات الصغيرة في حساب المؤشر.

لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية 3 مؤشرات أخرى تضم أكبر 30 شركة في كل قطاع، هذه المؤشرات هي مؤشر البنوك والاستثمار، مؤشر الصناعة، ومؤشر الخدمات والتأمين، كل هذه المؤشرات تستخدم القيمة المرجحة وهي نفس طريقة حساب مؤشر الخرطوم 30.

2- معادلة المؤشر العام (الخرطوم 30):

يتم حساب معامل التعويم الحر والقيمة المرجحة كل ثلاثة أشهر (ربع سنوية) بنهاية شهر مارس، جوان، سبتمبر، ديسمبر، بينما يتم إعادة تعيين شركات المؤشر في بداية شهر جويلية من كل عام، ويتم اختيار العينات بناءً على معايير تتضمن كل من رأس المال السوقي، سيولة الورقة المالية، معدل العائد على السهم، وفق المعادلة التالية²:

$$\text{Index } t = \frac{\sum_{i=1}^n \text{Pit Qit Fit Cit}}{\text{Divisor } \text{adj}} \times 1000$$

حيث أن

Index t : قيمة المؤشر في اليوم t

Pit : أسعار إغلاق شركات المؤشر في اليوم t

Qit : إجمالي عدد أسهم شركات المؤشر في اليوم t

t : معامل الحد الأقصى للورقة المالية في اليوم Cit

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير أداء السوق عن الربع الأول من العام 2019 م، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، بيانات مؤشر سوق الخرطوم 30، متاح على الموقع:



Fit: معامل التعويم الحر (نسبة مئوية من عدد الأسهم المتداولة إلى إجمالي رأس المال):

Divisor adj: معامل قسمة المؤشر.

3- معيار اختيار المؤشر العام (الخرطوم 30):

الترجيح على أساس القيمة السوقية يتطلب اختيار واضح وجيد للعينة التي يتم اختيارها لحساب المؤشر لضمان دقة ومصداقية المؤشر.

المعايير التالية التي تأخذ بعين الاعتبار عند تضمين أو استبعاد أي شركة من/ إلى عينة المؤشر¹:

أ- رأس المال السوقي للشركات (الوزن المخصص 40%) عند اختيار عينة المؤشر يتم الأخذ في الاعتبار الشركات التي يكون رأس مالها السوقي مرتفع.

ب- تسهيل الأسهم (الوزن المخصص 45%) عند اختيار عينة المؤشر يتم الأخذ في الاعتبار الشركات التي تكون أسهمها أكثر سيولة.

ويتم قياس درجة سيولة الأسهم بالآتي:

أ/ عدد الأسهم المتداولة خلال السنة (الوزن المخصص 25%).

ب/ معدل دوران الأسهم المتداولة خلال السنة (الوزن المخصص 25%).

ج/ عدد أيام تداول أسهم الشركة خلال السنة (الوزن المخصص 25%).

د/ معدل دوران الأسهم خلال السنة (الوزن المخصص 25%).

ج- أداء الشركات (الوزن المخصص 15%) عند اختيار عينة المؤشر يتم الأخذ في الاعتبار الشركات التي يكون أداؤها الربحي جيد.

عند حساب المؤشر ولتحقيق الأهداف المنصوص عليها يكون لدى سوق الخرطوم للأوراق المالية الحق في إضافة أو حذف أي شركة عند اختيار عينة المؤشر.

يتم مراجعة المؤشر العام (الخرطوم 30) على أساس سنوي، ويتم في هذه العملية إعادة تقييم المؤشر الذي يتضمن إضافة أو استبعاد الشركات من / إلى المؤشر، وعادة لا يتم تضمين الشركات حديثة التأسيس في حساب المؤشر إلا بعد انقضاء ستة أشهر كحد أدنى على تاريخ إدراجها.

الجدول رقم (2-3): تطور المؤشر العام (الخرطوم 30) للفترة [2003-27 جوان 2019]

السنوات	الخرطوم 30	معدل التغيير %	السنوات	الخرطوم 30	معدل التغيير %	السنوات	الخرطوم 30	معدل التغيير %
2003	973,10	-	2009	2.363,35	(13,9)	2015	2.858,5	(9,6)
2004	1085,41	11,54	2010	2.367,92	0,19	2016	3.118,9	9,1

¹ المرجع نفسه.



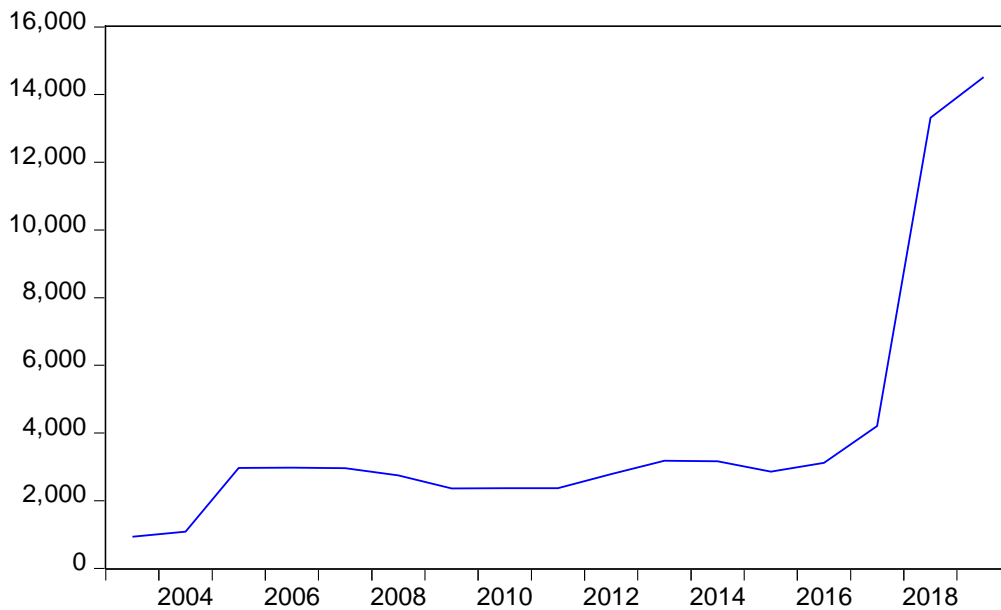
34,8	4.202,4	2017	0,03	2.368,64	2011	173,75	2.971,40	2005
216,91	13.317,408	2018	16	2.784,30	2012	0,045	2.972,76	2006
-	14.510,939	27 جوان 2019	15,6	3.178,10	2013	(0,35)	2.962,1	2007
			(0,5)	3.161,60	2014	(7,3)	2.745,85	2008

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-2019 جوان 2019]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن مؤشر الخرطوم (30) كان في تطور مستمر منذ عام 2003 م بقيمة 973,10 نقطة حتى نهاية 2006 م بقيمة 2.972,76 نقطة، ثم انخفض حتى وصل عام 2009 م إلى 2.363,35 نقطة، ثم ارتفع حتى وصل عام 2013 م إلى 3.178,10 نقطة، وانخفض حتى وصل عام 2015 م إلى 2.858,5 نقطة، ثم ارتفع ليسجل طفرة عام 2018 م بقيمة 13.317,408 نقطة مقارنة بقيمة 4.202,4 نقطة عام 2017 م، بمعدل 216,91%، ويرجع ذلك للتداول عن بعد في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وكانت قيمته 13.591,24 نقطة في نهاية الربع الأول لعام 2019 م، وبلغت قيمته 14.501,890 نقطة في 2019/05/08 م، وفي 2019/06/24 م بلغت قيمته 14.487,853 نقطة، أما في 2019/06/27 م بلغت قيمته 14.510,939 نقطة، وفي 2019/07/01 م بلغت قيمته 14.510,940 نقطة، والشكل الموالي يوضح تطور المؤشر العام [مؤشر الخرطوم (30) kh]:

الشكل رقم (2-4): تطور مؤشر الخرطوم (30) kh للفترة [2003-27 جوان 2019 م]

KH30



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.



المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

تداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة العامة، والصكوك التي تصدرها شركات المساهمة العامة والحكومة ومؤسساتها العامة وهيئتها، وذلك للحصول على أموال لاستثمارها لتحقيق أغراضها.

الفرع الأول- الأسهم المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

وتتمثل في أسهم شركات المساهمة العامة، وحصصها في رؤوس أموال هذه الشركات التي تتيح لحاملها بعض الحقوق، كحق التصرف فيها.

وقد شهد سوق الخرطوم للأوراق المالية قفزة كبيرة بمعدل 873 % خلال عام 2018م، رغم انخفاض حجم التداول من 710 ملايين إلى 370 مليون جنيهه خلال نفس الفترة، إلا أن القفزة التي حققتها الزيادة في تداول الأسهم كانت بسبب ارتفاع سهم واحدة من شركات الم ال، وبلغ حجم التداول فيه أكثر من 7 ملايين سهم، وارتفع عدد الأسهم المتداولة من 01 مليون إلى 14 مليون سهم خلال نفس الفترة، إلا أن أحجام التداول تراجعت بنسبة كبيرة¹.

أولاً- معدل دوران الأسهم:

يمثل معدل الدوران عدد الأسهم المتداولة منسوباً إلى عدد الأسهم المكتتب بها، حيث ارتفع عام 2017م إلى 3,6% مقارنة بنسبة 2,8% عام 2016م، وذلك لارتفاع عدد الأسهم المتداولة عام 2017م².

الجدول رقم (2-4): تطور تداول الأسهم للفترة [2000-2017]

اليان	حجم التداول الكلي	عدد الأسهم المتداولة	معدل دوران الأسهم %
2000	59.143.507,63	14.169.188	0,72
2001	168.367.478,24	8.768.897.478	52,48
2002	249.055.364,92	4.060.237.013	8,29
2003	244.104.011,43	9.745.456.714	33
2004	447.722.927	2.185.994.488	5,26
2005	1.216.833.003,1	1.731.670.402	2,52
2006	2.068.054.021,24	7.564.875.902	10,9
2007	1.799.635.684	9.406.825.010	7,7
2008	1.879.185.954,92	281.609.805	5,5
2009	2.246.552.029	164.712.836	7,2
2010	2.422.315.001,94	166.548.512	2,8
2011	2.562.626.975	106.512.121	20,76

¹ أخبار السودان، متاح على الموقع: <https://alsudanalyoum.com/sudan-news/economy/800>

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.38.



2,2	172.580.585	3.073.607.167	2012
0,87	80.857.419	3.885.405.658	2013
1,69	175.035.760	5.762.717.820	2014
2,41	284.728.196	6.250.361.501	2015
2,81	308.331.838	4.364.326.340	2016
3,6	1.078.670.678	11.236.889.608	2017

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-2017]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن معدل دوران الأسهم بلغ رقماً قياسياً عام 2001م بـ 52,48%، و33% عام 2003م لارتفاع عدد الأسهم المتداولة، و20,76% عام 2011م، ثم تراجع وبلغ 3,6% عام 2017م.

الفرع الثاني - الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تعد تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومميزة خاصة في مجال صناعة الصكوك الحكومية (السيادية)، والتي كانت من بين أهم أهدافها تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية، وفي نفس الوقت أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، والذي يعمل بها بنك السودان المركزي حالياً فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، وتعتبر بهذا أول دولة إسلامية تصدر أوراقاً مالية متوافقة مع الشريعة بهدف إدارة السيولة، وهناك أنواع من الصكوك الحكومية في السودان المدرجة منها في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

وتتمثل أهم الإصدارات الحكومية السودانية للصكوك الإسلامية فيما يلي¹:

أولاً - شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم":

هي عبارة عن صكوك تمثل حصصاً محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية مملوكة لبنك السودان المركزي ووزارة المالية في مؤسسات مصرفية ربحية (قاعدة الشهادات)، وتوزع قيمة الصندوق إلى أنصبة متساوية (شهادات) لها قيمة اسمية، ومشتري هذه الشهادات يكون مشاركاً في الصندوق بقيمة شهادته، وهي قابلة للتداول في السوق الثانوي، وسهلة التسييل، وقابلة للتداول فقط بين البنوك.

تعتبر هذه الشهادات أول أداة نقدية إسلامية تم إصدارها في جوان 1998م، ويستخدمها البنك المركزي لإدارة السيولة وتنظيمها (التحكم في السيولة عند المصارف) في إطار عمليات السوق المفتوح، وذلك على النحو التالي:

✓ في حالة حاجة الاقتصاد للسيولة يقوم بشراء هذه الشهادات.

✓ في حالة زيادة السيولة يقوم ببيع الشهادات.

¹ صابر محمد حسن، تجربة السودان في مجال السياسة النقدية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ط1، 2009، ص.ص. 15-21.



وتصدر هذه الشهادات استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة للأصول المكونة للشهادات، وتمثل آلية عمل شهادات "شمم" فيما يلي:

❖ المستثمرون وهم البنوك؛

❖ الجهة المصدرة شركة السودان للخدمات المالية المحدودة (مدير الصندوق)؛

❖ الجهة المستفيدة بنك السودان المركزي نفسه المالك لمكون الشراكة، أو الجهة التي قامت بشراء هذه الشهادات من بنك السودان إذا ما رغبت في تداولها.

الجدول رقم (2-5): موقف شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" للفترة [2004-2003]

2004		2003		البيان
القيمة (مليون دينار)	عدد الشهادات	القيمة (مليون دينار)	عدد الشهادات	
4.046,5	7.455,0	22.901,5	22.583,0	الشهادات المباعة
7.639,0	7.455,0	19.291,7	19.123,0	الشهادات المشتراة
-	-	31.107,6	3.460,0	الشهادات لدى البنوك والمؤسسات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على البنك المركزي، التقرير السنوي: الثالث والأربعون لعام 2003م، ص.19؛ والرابع والأربعون لعام 2004م، ص.16، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن شهادات مشاركة البنك المركزي "شمم" تمت تصفيتها في نوفمبر 2004م نسبة لانخفاض فعاليتها في إدارة السيولة، بالإضافة إلى انخفاض قيمة المكون لهذه الشهادات بعد خصخصة القطاع العام¹.

ثانياً- شهادات المشاركة الحكومية "شهامة":

عبارة عن صكوك مالية تقوم على أساس شرعي، تمثل أنصبة محددة في صندوق خاص يحتوي على أصول حقيقية يتم إصدارها بواسطة الدولة مقابل حقوق ملكيتها للأسهم في عدد من الشركات والمؤسسات الراجعة، وتصدر هذه الشهادات استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، فهي تقوم على أساس صيغة المشاركة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والبنوك والمؤسسات، تهدف إلى تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز (الاستدانة من النظام المصرفي)، ويمكن تداولها في السوق الثانوي، ويتم تسويقها عبر من افذ عديدة مع إمكانية بيعها وشراؤها في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوساطة المالية المعتمدة.

قامت وزارة المالية والاقتصاد الوطني في 1999/05/08، بطرح أول إصدار لشهادات المشاركة الحكومية "شهامة" نيابة عن الحكومة السودانية عن طريق شركة السودان للخدمات المالية المحدودة التي تعمل وكيلاً ومروجاً للأوراق.

✓ استقطاب المدخرات القومية، وتشجيع الاستثمار؛

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الرابع والأربعون لعام 2004م، مرجع سبق ذكره، ص.16.



- ✓ توفير أداة إسلامية شرعية لإدارة السيولة، وإنفاذ السياسات المالية؛
- ✓ تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية؛
- ✓ تحقيق عائد مجزي للمستثمرين من خلال مشاركتهم في مكّون الشراكة الذي يحتوي على شركات، وذات أداء مالي عالي¹.
- تصدر شهادات شهامة بآجال مختلفة (ست اشهر وسنة)، وبفئات متعددة من حيث التسعير، وتمثل آلية عمل شهادات "شهامة" في:
 - ✓ المستثمرين؛
 - ✓ الشركة؛
 - ✓ وزارة المالية وهي الجهة المالكة لمكون الشركة.
- لقد أصبحت شهامة خلال فترة وجيزة وسيلة فعالة لتمويل الموازنة العامة، والتي تستطيع الحكومة من خلالها الحصول على موارد حقيقية من الجمهور بدلا من اللجوء إلى الاستدانة من النظام المصرفي.

الجدول رقم (2-6): مبيعات شهادات مشاركة الحكومة "شهامة" للفترة [2003-2017]

الوحدة: مليون جنيه

عدد الشهادات (المباعة (شهادة)	الإجمالي	الجمهور	الشركات والصناديق	المصارف	بنك السودان المركزي	البيانات
600.000	6.000,0	3.054,5	500,0	1.100,0	1.345,5	2003
1.280.000	12.800,0	2.163,8	93,3	311,6	10.231,3	2004
4.562.379	228.120,0	65.800,0	81.260,0	60.710,0	20.360,0	2005
7.288.217	36.400,0	11.200,0	13.200,0	10.900,0	1.100,0	2006
8.446.210	4.223,1	1.031,2	1.383,3	1.702,6	106,0	2007
11.022.653	5.511,33	1.417,49	1.889,46	1.969,39	234,99	2008
14.864.268	7.432,13	1.654,27	2.263,86	3.267,38	246,62	2009
18.904.639	9.452,3	1.956,4	2.692,8	4.009,4	793,7	2010
22.279.547	11.139,7	1.639,5	3.200,8	5.123,3	1.176,1	2011
26.051.660	13.025,9	1.624,3	3.643,6	5.909,5	1.848,5	2012
28.262.676	14.131,3	1.807,7	3.120,0	6.090,0	3.061,6	2013
31.645.804	15.773,0	2.081,9	4.340,1	6.542,8	2.808,2	2014
36.892.037	18.446,0	1.983,8	5.439,5	9.184,9	1.837,8	2015
41.110.428	20.555,21	2.193,8	6.363,1	9.801,5	2.197,2	2016
41.007.023	20.503,50	2.193,8	6.363,1	9.805,5	2.141,1	2017

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2003-2017]، مرجع سبق ذكره.

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الحادي والخمسون 2011م، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 80-81.



بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" قد سجلت نمواً وتطوراً متزايداً من حيث تداولها خلال الفترة [2003-2017م]، حيث تم بيع 600.000 شهادة بقيمة 6.000 مليون جنيه بنهاية عام 2003م، في حين سجلت تداول 41.110.428 شهادة بقيمة 20.555,21 مليون جنيه عام 2016م، بنسبة زيادة قدرها 985,4%، ثم سجلت انخفاض طفيف عام 2017م قدر بـ (2,51%)، سجلت هذه الشهادات تداولاً بـ 41.007.023 شهادة بقيمة 20.503,50 مليون جنيه عام 2017م مقارنة بـ 41.110.428 شهادة بقيمة 20.555,21 مليون جنيه عام 2016م.

الجدول رقم (2-7): إصدارات شهادات مشاركة الحكومة "شهادة" للفترة [2010-2017]

الوحدة: مليون جنيه

البيانات	الاكتتابات	التجديدات	التصفيات	متوسط الأرباح %
2010	1.693,0	7.759	165	14,5
2011	2.814,0	8.567	885	15,7
2012	3.031,1	9.994,5	1.145,1	18,5
2013	2.905,3	11.226,0	1.783,1	18,5
2014	3.193,2	12.579,9	1.554,5	18,6
2015	2.974,3	15.471,7	301,2	18,5
2016	2.974,7	18.260,5	185,0	18,0
2017	3.558,0	20.273,3	281,8	16,1

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2003-2017]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن إصدارات شهادات المشاركة الحكومية "شهادة" قد سجلت نمواً وتطوراً متزايداً بالنسبة للتصفيات من 165 مليون جنيه عام 2010م إلى 1.783,1 مليون جنيه عام 2013م، ثم انخفضت لتصبح 281,8 مليون جنيه عام 2017م، بينما كانت التجديدات في تزايد مستمر، في حين أن الاكتتابات كانت ترتفع مرة، وتنخفض مرة أخرى.

ثالثاً- صكوك الاستثمار الحكومية "صرح":

هي عبارة عن صكوك مالية تقوم على مبدأ الشرع الإسلامي، أو وثيقة ذات قيمة اسمية محددة بالجنيه السوداني تتيح لحاملها المشاركة في تمويل أصول حكومية (المشروعات الحكومية)، عن طريق عقود الإجارة والمراوحة والإستصناع والسلم بغرض تحقيق ربح، ذات آجال متوسطة وطويلة الأجل نسبياً من 05 إلى 07 سنوات، تصدر استناداً على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وهي قابلة للتداول بين الجمهور والمصارف والمؤسسات، تصدرها وزارة المالية والاقتصاد الوطني نيابة عن حكومة السودان، وتتم إدارتها وتسويقها في السوق الأولي عبر شركة السودان للخدمات المالية، يمكن تداولها في السوق الثانوي، ويتم تسويقها عبر من اذ عديدة مع إمكانية بيعها وشراؤها في سوق الخرطوم للأوراق المالية عبر شركات الوساطة المالية المعتمدة.

تم إصدارها لأول مرة في ماي 2003م، وكان من بين أهم أهدافها:



الفصل الثاني: تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

- ✓ تمويل عجز الموازنة العامة لتخفيف الاستدانة بالعجز (الاستدانة من النظام المصرفي)؛
- ✓ تجميع المدخرات القومية والإقليمية، وتشجيع الاستثمار؛
- ✓ إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي عبر ما يعرف بعمليات السوق المفتوحة؛
- ✓ تطوير أسواق رأس المال المحلية والإقليمية؛
- ✓ توظيف المدخرات في التمويل الحكومي لمقابلة الصرف على المشاريع التنموية، ومشاريع البنى التحتية؛
- ✓ تقليل الآثار التضخمية، وذلك بتوفير تمويل مستقر، وحقيقي للدولة في شكل سلع وخدمات¹.

تتمثل آلية عمل "شهادات" صرح " فيما يلي:

❖ **المستثمرون وهم أرباب المال؛**

❖ **شركة السودان للخدمات المالية وهي المضارب؛**

❖ **وزارة المالية وهي الجهة طالبة (المستفيدة) التمويل؛**

تقوم العلاقة بين المستثمرين وشركة السودان على أساس عقد المضاربة المقيدة وبين الشركة والوزارة على أساس صيغ التمويل الإسلامي المتنوعة من مراجحة، سلم، استصناع... إلخ، وتوزع الأرباح كل ستة أشهر. تستخدم إيرادات هذه الصكوك في تمويل مشاريع البنى التحتية، وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في ولايات السودان المختلفة.

شهدت الفترة من ماي 2003م إلى ديسمبر 2009م طرح أربعة عشر إصداراً لصكوك الاستثمار الحكومية "صرح" تمت اكتتاباتها في فترات دورية في كل عام آخذة في الاعتبار احتياجات وزارة المالية لتمويل التنمية خلال العام، وقد بلغ حجم الموارد المحققة حوالي 2.237 مليون جنيه، وتمول صرح قطاعات التنمية المختلفة بنسبة 32% الولايات، 40% تنمية قومية، والإنتاج الزراعي بـ 5,4%².

الجدول رقم (2-8): مبيعات شهادات الاستثمار الحكومية "صرح" للفترة [2003-2017]

الوحدة: مليون جنيه

البيانات	بنك السودان المركزي	المصارف	الشركات والصناديق	الجمهور	الإجمالي	عدد الشهادات
2003	1.345,5	1.100,0	500,0	3.054,5	6.000,0	600.000
2004	10.231,3	311,6	93,3	2.163,8	12.800,0	1.280.000
2005	600,0	18.020,0	28.950,0	9.030,0	56.600,0	5.660.000
2006	2.300,0	1.400,0	8.300,0	1.000,0	13.000,0	12.990.819

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الحادي والخمسون 2011م، مرجع سبق ذكره، ص.83.

² بن ثابت علي وفني مايا، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة- الجزائر نفوذجا-، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير- عنابة، ص.17.



17.050.795	1.705,1	129,1	858,0	512,6	205,4	2007
18.725.719	1.872,5	139,2	937,5	631,4	164,4	2008
20.223.815	2.022,38	151,66	1.121,65	447,13	301,94	2009
18.264.017	1.826,3	97,9	937,0	691,4	100,0	2010
19.442.477	1.944,2	122,9	973,1	701,3	146,9	2011
14.761.555	1.476,3	134,0	438,1	578,7	335,5	2012
8.413.247	841,3	64,9	228,2	291,7	256,5	2013
8.279.969	828,0	50,7	181,7	411,7	183,9	2014
9.042.101	904,0	81,6	222,0	116,7	183,9	2015
8.291.901	829,2	82,3	199,9	219,9	327,3	2016
8.195.403	819,5	71,8	197,6	222,8	323,3	2017

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي وسوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2010-2017]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن صكوك "صرح" قد سجلت نمواً قياسياً من حيث تداولها خلال الفترة 2004-2012م، حيث تم بيع 14.761.555 شهادة بقيمة 1.476,3 مليون جنيه بنهاية عام 2012م، كما يتضح أيضاً أن هذه الصكوك قد سجلت تداولاً بـ 8.279.969 شهادة عام 2014م مقارنة بـ 9.042.101 شهادة بقيمة 904,0 مليون جنيه عام 2015م، مسجلة بذلك ارتفاعاً بـ 9,2%، وفي عام 2016م تم تداول 8.291.901 شهادة بقيمة 829,2 مليون جنيه، مقارنة بـ 8.195.403 شهادة بقيمة 819,5 مليون جنيه عام 2017م، مسجلة بذلك انخفاضاً طفيفاً يقدر بـ 1,17%.

رابعاً- شهادات إجازة البنك المركزي "شهاب":

تعتبر شهادات إجازة البنك المركزي "شهاب" أحد أنواع الشهادات الاستثمارية الإسلامية المتداولة في السودان، تم إصدارها في 30 أوت 2005م، وظهرت كبديل عن شهادات مشاركة البنك المركزي "شهم"، تصدر هذه الشهادات وفقاً لصيغة الإجازة الإسلامية، اعتمدت على تصكيك أصول البنك المركزي الثابتة (المبنى الرئيسي، والعمارة السكنية) في العاصمة والولايات، وعرضها على المستثمرين، ويتم تداولها بين بنك السودان المركزي والبنوك التجارية فقط (قابلية للتداول بين البنوك فقط)، أي لا يجوز تداولها إلا مع البنك المركزي بيعاً وشراءً وليست للجمهور، وتستخدم لإدارة السيولة النقدية في الاقتصاد السوداني¹.

تحقق شهادات "شهاب" عدة أهداف منها:

- تمكين البنك المركزي من إدارة السيولة؛
- توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك.

¹ سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، دراسات اقتصادية إسلامية المجلد 02 ، العدد 1 ، 2011 ، ص.22.



تتمثل آلية عمل شهادات "شهاب" فيما يلي:

✓ المستثمرون؛

✓ الشركة وهي الوكيل المؤجر؛

✓ البنك وهو البائع للأصل، والمستأجر له.

الجدول رقم (2-9): موقف شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" للفترة [2006-2015]

الوحدة: مليون جنيه

البيان	إجمالي الشهادات لدى بنك السودان المركزي والمصارف	الشهادات المشتراة بواسطة البنك المركزي	الشهادات المباعة بواسطة البنك المركزي	صافي الشهادات لدى المصارف
2006	24,4	33.700	33.300	13.900
2007	243,9	682,6	867,0	184,4
2008	243,9	314,7	521,4	206,6
2009	234,87	05	25,14	20,12
2010	243,9	172,3	127,8	180,4
2011	245,8	20,0	25,0	187,3
2012	243,9	28,0	10,0	183,3
2013	243,8	125,2	00	58,0
2014	243,9	58	00	00
2015	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2006-2015]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن إجمالي شهادات إجارة البنك المركزي "شهاب" لدى بنك السودان المركزي والمصارف ارتفع من 24,4 مليون جنيه عام 2006م إلى 243,9 مليون جنيه عام 2007م بمعدل 899%، ثم انخفض إلى 234,87 مليون جنيه عام 2009م بمعدل 3,7%، ثم ارتفع ليصل إلى 245,8 مليون جنيه عام 2011م بمعدل 4,6%، لينخفض ويستقر في 243,9 مليون جنيه عام 2014م بمعدل 0,77%، ثم تمت تصفيتها لدى المصارف بنهاية عام 2014م، وآلت ملكيتها بالكامل لبنك السودان المركزي.

خامسا- شهادات صندوق الاستثمار الجماعي بالعملة الأجنبية "شموخ":

هي شهادات أصدرت لمدة عام واحد من أبريل 2009م، إلى أبريل 2010م تمنح المستثمرين الفرصة في الاستثمار في صندوق تمويل استيراد سلع إستراتيجية وفقا لقانون المضاربة الإسلامية، تهدف أساسا إلى تمكين



بنك السودان المركزي من إدارة موارد البلاد من النقد الأجنبي، وإيجاد فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الشهادات، وذلك بإصدارها وعرضها للمستثمرين¹.

سادسا- شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول "شامة":

شهادات إجارة مصفاة الخرطوم للبترول "شامة" عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل تم إنشاؤه بغرض استقطاب وحشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد الوكالة الشرعية لتوظيفها في شراء أصول مصفاة الخرطوم، وتأجيرها لوزارة المالية إجارة تشغيلية لتحقيق عوائد مجزية للمستثمرين فيها، تم إصدارها في 27/02/2010م على صيغة الإجارة الإسلامية، وإدراجها بسوق الخرطوم للأوراق المالية في ديسمبر 2010م، تحقق عائد سنوي يتراوح ما بين 12% إلى 14%. لشهادات "شامة" عدة أهداف²:

✓ إصدار أدوات مالية (صكوك) بغرض توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة هذه الصكوك بتصكيك أصول المصفاة وعرضها على المستثمرين؛

✓ توسيع عرض الأوراق المالية المسجلة بسوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال إضافة أوراق مالية جديدة؛

✓ توفير وزيادة الموارد المالية المناسبة (الإضافية) للدولة؛

✓ تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية في البلاد.

وتتكيف العلاقة التعاقدية للصندوق بين ثلاثة أطراف رئيسية هي:

❖ المستثمرون وهم أرباب المال؛

❖ شركة السودان للخدمات المالية المحدودة التي تقوم بإصدار هذه الصكوك وإدارتها؛

❖ وزارة المالية والاقتصاد الوطني وهي البائع للأصل، والمستأجر له إجارة تشغيلية.

الوحدة: مليون جنيه.

الجدول رقم (2-10): مبيعات شهادات "شامة" للفترة [2010-2015]

عدد الشهادات (شهادة)	الإجمالي	وزارة المالية والاقتصاد الوطني	الجمهور	الشركات والصناديق	المصارف	بنك السودان المركزي	البيانات
2.844.385	1.422,2	00	15,6	120,8	715,8	570,0	2010
3.784.000	1.892,0	21,1	17,0	176,8	880,3	796,8	2011
3.784.000	1.892,0	00	17,0	176,8	601,8	1.096,4	2012
3.784.000	1.892,0	00	10,4	170,3	510,9	1.200,4	2013
3.784.000	1.892,0	00	10,3	138,0	543,1	1.200,6	2014
-	-	-	-	-	-	-	2015

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2010-2015]، مرجع سبق ذكره.

¹ سليمان ناصر وربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سبق ذكره، ص.46.

² بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الحادي والخمسون للعام 2011م، مرجع سبق ذكره، ص 85.



بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن مبيعات شهادات إجارة أصول مصفاة الخرطوم للبترول "شامة" سجلت ارتفاعاً من 2.844.385 شهادة بقيمة 1.422,2 مليون جنيه عام 2010م إلى 3.784.000 شهادة بقيمة 1.892,0 مليون جنيه عام 2011م بمعدل 33,03%، واستقرت كذلك حتى تم بيعها بالكامل خلال عام 2014.

سابعاً- شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور":

هي عبارة عن صندوق استثماري متوسط الأجل (ثلاث سنوات)، برأس مال قدره 758 مليون دولار أمريكي، وبقيمة اسمية قدرها 100 دولار أمريكي للشهادة الواحدة، وبعائد سنوي متوقع في حدود 7%، تدفع كل ستة أشهر بنفس العملة أو ما يعادلها.

أنشئ هذا الصندوق عام 2012 بغرض حشد الموارد من المستثمرين عن طريق عقد المضاربة المقيدة وتوظيفها لشراء أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء، حيث يتم تأجيرها لوزارة المالية عن طريق إجارة تشغيلية تنتهي بعرض الأصول للبيع في السوق بالسعر الجاري، بحيث يُكفل لوزارة المالية حق الدخول في منافسة الشراء مع الآخرين.

تسعى شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور" لتحقيق عدة أهداف تتمثل في¹:

✓ توفير فرص استثمارية بالنقد الأجنبي تحقق عائداً مجزياً لحملة الشهادات من الأفراد والشركات والمؤسسات المالية المقيمين وغير المقيمين والأجانب؛

✓ توفير موارد مناسبة للدولة بجانب تطوير صناعة الصناديق الاستثمارية بالبلاد.

الجدول رقم (2-11): تطور مبيعات شهادات "نور" خلال الفترة [2012-2015]

الوحدة: ألف جنيه.

البيان	الشركات والصناديق	الأفراد	وزارة المالية والاقتصاد الوطني	الإجمالي	عدد الشهادات (شهادة)
2012	1.655.200	351.900	755.992.900	758.000	7.580.000
2013	4.325	444,5	00	4.770	47.695.000
2014	351,9	42,9	757.605,2	758.000	7.580.000
2015	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2012-2015]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن هناك ارتفاعاً في مبيعات شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لنقل الكهرباء "نور" خلال سنة 2013م مقارنة بسنة 2012م، وذلك من 7.580.000 شهادة بقيمة 758.000 ألف جنيه إلى 47.695.000 شهادة بقيمة 4.770 ألف جنيه، لتعاود الانخفاض خلال عام 2014م إلى نفس مبيعات سنة 2012، ثم تم تصفيته تدريجياً خلال هذا العام (2014م).

¹ بنك السودان المركزي، التقرير السنوي الرابع والخمسون للعام 2014م، مرجع سبق ذكره، ص 77.



ثامنا- شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء "شاشة":

شهادات إجارة أصول الشركة السودانية لتوزيع الكهرباء "شاشا" تم إصدارها خلال عام 2012م بالعملة المحلية، هدفها توفير فرص استثمارية تحقق عائدا لحملة الصكوك بالإضافة إلى توفير موارد مالية للدولة.

الجدول رقم (2-12): مبيعات شهادات " شاشة" للفترة [2015-2017]

الوحدة: مليون جنيه

البيانات	بنك السودان المركزي	المصارف	الشركات والصناديق	الجمهور	وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي	الإجمالي	عدد الشهادات
2015	-	1.154,1	70,2	2,1	1.016,2	2.242,6	4.485.259
2016	46,9	1.352,1	416,7	0,4	426,7	2.242,6	4.485.259
2017	46,9	1.097,8	69,6	2,1	1.026,2	2.242,7	4.485.259

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقرير السنوي السابع والخمسون 2017 م، مرجع سبق ذكره ص.77.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ ارتفاع نصيب الشركات والصناديق من 140.468 شهادة بقيمة 70,2 مليون جنيه خلال عام 2015م إلى 833.438 شهادة بقيمة 416,7 مليون جنيه خلال عام 2016 بمعدل 493.3%، وانخفاض نصيب وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي من 2.032.402 شهادة بقيمة 1.016,2 مليون جنيه خلال عام 2015 إلى 853.009 شهادة بقيمة 426,7 مليون جنيه خلال عام 2016 م بمعدل 58.0%.

انخفاض نصيب الشركات والصناديق من 140,468 شهادة بقيمة 416,7 مليون جنيه إلى 139,268 شهادة بقيمة 69,6 مليون جنيه بمعدل 0.9%، وارتفاع نصيب وزارة المالية والتخطيط الاقتصادي من 853.009 شهادة بقيمة 426,7 مليون جنيه إلى 2.052.402 شهادة بقيمة 1.026,2 مليون جنيه بمعدل 1.0%، وذلك بين العامين 2016 م- 2017م.

تجدر الإشارة إلى دخول بنك السودان المركزي لأول مرة في شراء شهادات "شاشة" عام 2016م. ويمكن تلخيص آلية إصدار وعمل كل نوع من أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-13): أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية

الغرض من إصدارها	العلاقة التعاقدية (الصيغة)	الأطراف المتعاقدة			تاريخ بداية العملية	الصكوك المصدرة
		الطرف الثالث	الطرف الثاني	الطرف الأول		
إدارة السيولة في الاقتصاد	صيغة المشاركة	بنك السودان المركزي	الشركة (مدير الصندوق)	المستثمرون (المصارف)	من 1998 إلى 2004	شهم
تمويل العجز في الموازنة	صيغة المشاركة	وزارة المالية	الشركة	المستثمرون	من 1999 إلى يومنا هذا	شهادة



الفصل الثاني: تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.



تمويل مشاريع البنى التحتية وقطاعات الصحة والتعليم والمياه في مختلف ولايات السودان	- المضاربة المقيّدة (بين المستثمر والشركة) - مرايحة، سلم،.. الخ (بين الشركة والوزارة)	وزارة المالية (الجهة المستفيدة من التمويل)	شركة السودان للخدمات المالية (مضارب)	المستثمرون (أرباب المال)	من 2003 إلى يومنا هذا	صرح
إدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي، وتوفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة الصكوك	- عقد الوكالة (بين المستثمر والشركة) - على أساس شراء الأصل وتأجيده (بين الشركة والبنك)	البنك (البائع للأصل والمستأجر له)	الشركة (الوكيل المؤجر)	المستثمرون	من 2005 إلى يومنا هذا	شهاب
تمويل استيراد سلع وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية	- عقد المضاربة الشرعية (بين المستثمر والشركة) - عقد المضاربة المقيّدة (بين الشركة والوحدات بالجهاز المصرفي)	الوحدات بالجهاز المصرفي هي الجهة المستفيدة من التمويل	الشركة (المضارب)	المستثمرون (حملة الشهادات الاستثمارية)	من 2009/4 إلى 2010/4	* شموخ
تحقق عوائد مجزية للمستثمرين فيها	- عقد الوكالة بأجر (بين المستثمر والشركة) - على أساس شراء الأصل وتأجيده (بين الشركة والوزارة)	وزارة المالية (البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية)	الشركة (الوكيل)	المستثمرون	من 2010 إلى يومنا هذا	شامة
توفير فرص استثمارية تحقق ربحاً لحملة الصكوك بالإضافة إلى توفير موارد نقد أجنبي مناسبة للدول	- عقد المضاربة المقيّدة (بين المستثمرين والشركة) - على أساس شراء الأصل وتأجيده (بين الشركة والوزارة)	وزارة المالية (البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية)	الشركة (المضارب)	المستثمرون (رب المال)	من 2012 إلى 2013	نور
توفير فرص استثمارية تحقق عائداً لحملة الصكوك بالإضافة إلى توفير موارد مالية للدولة	- عقد المضاربة (بين المستثمرين والشركة) - على أساس شراء الأصل وتأجيده (بين الشركة والوزارة)	وزارة المالية (البائع للأصل والمستأجر له إجازة تشغيلية)	الشركة	المستثمرون	من 2013 إلى يومنا هذا	شاشة

المصدر: حفوطة الأمير عبد القادر، زيدي البشير، استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية - تجرّبي السودان وماليزيا نموذجاً-، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة المسيلة، العدد 4، 2017، ص.ص. 75-76.

الفرع الثالث- الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية:

شهد عام 2001 م بداية إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بواسطة بنك الاستثمار المالي، وشهادات المشاركة الحكومية "شهادة" بواسطة الدولة، وإدراجها بالسوق الغير منظم (الموازي).

* هند يوسف سليمان أبو قرون، دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في التنمية الاقتصادية في السودان للفترة [1998-2017]، المؤتمر العلمي الرابع، دور الاقتصاد الإسلامي في بناء اقتصاديات الدولة، جامعة أم درمان الإسلامية، يومي الثلاثاء والأربعاء 06-07 نوفمبر 2018، ص. 26.



وقد شهد عام 2007م ارتفاع صكوك الصناديق الاستثمارية عن معدل تداول العام السابق، حيث تم تداول 2.717.193 صكاً بقيمة إجمالية بلغت 130.346.435 جنيهاً مقارنةً بـ 1.433.400 صكاً تم تداولها في العام السابق¹.

الجدول رقم (2-14): نشاط الصناديق الاستثمارية للفترة [2017-2013]

2017	2016	2015	2014	2013	البيان
					السوق الأولية
00	00	00	00	00	قيمة الإصدارات
					السوق الثانوية
11	10	21	26	27	عدد الصناديق المدرجة
11	7	6	6	11	عدد الصناديق التي تم التداول فيها
1.845.930	724.021	1.068.892	1.0198.891	1.011.025	عدد الصكوك المتداولة
0,17	0,23	0,38	0,65	1,14	نسبه الصكوك المتداولة إلى إجمالي التداول الكلي %
77.693.777	9.088.096	90.844.594	179.403.234	71.712.853	حجم التداول
0,75	0,21	1,51	3,01	1,85	نسبه حجم التداول إلى إجمالي حجم التداول الكلي %
219	130	174	320	575	عدد الصفقات المنفذة
0,59	0,44	0,60	1,4	3,50	نسبه عدد الصفقات إلى إجمالي الصفقات الكلي %

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017، مرجع سبق ذكره، ص.74.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن عام 2017م تم فيه التداول في كافة الصناديق التي بلغ عددها 11 صندوقاً، حيث تم تداول 1.845.930 صكاً بقيمة 77.693.777 جنيهاً نفذت من خلال 219 صفقة.

وقد بلغ إجمالي صكوك الصناديق الاستثمارية المتداولة لشهر أبريل 2019م عدد 239.643 صك بقيمة 24.096.936 جنيهاً نفذت من خلال 90 صفقة².

المطلب الثالث: نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية.

ينشط سوق الخرطوم للأوراق المالية على ثلاث مستويات، على مستوى السوق الأولي والثانوي، والثالث.

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث عشر 2007 م، مرجع سبق ذكره، ص.16.

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، تقرير أداء السوق عن الربع الأول من العام 2019 م، مرجع سبق ذكره، ص.03.



الفرع الأول: نشاط السوق الأولي.

شهد السوق الأولي خلال عام 2017 م الموافقة على 15 شركة لطرح أسهمها للاكتتاب حيث بلغ عدد الأسهم المصدرة 401.141.010 سهماً بقيمة إجمالية بلغت 278 مليون جنية¹.

الجدول رقم (2-15): قيمة إصدارات السوق الأولي خلال الفترة [2017-2000]

الوحدة: مليون جنية.

البيان	قيمة الإصدارات	البيان	قيمة الإصدارات	البيان	قيمة الإصدارات
2000	98,616	2007	4.225,345	2014	16.920,308
2001	79,295	2008	5.887,484	2015	21.282,872
2002	880,00	2009	7.498,649	2016	20.883,788
2003	1.260,00	2010	11.578,950	2017	24.109,464
2004	2.170,00	2011	13.232,042	2018	243.897,941
2005	1.049,466	2012	15.284,968		
2006	4.130,00	2013	15.171,00		

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2008-2017]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن قيمة إصدارات السوق الأولي في تزايد مستمر خلال الفترة [2017-2000]، حيث بلغت 98,616 مليون جنية عام 2000م، وارتفعت حتى وصلت 24.109,464 مليون جنية عام 2017م.

الجدول رقم (2-16): نشاط السوق الأولي خلال الفترة [2003-الربع الأول 2019]

البيان	عدد الأسهم المصدرة	عدد الصكوك المصدرة
2013	256.982.344	36.675.923
2014	195.180.402	39.825.773
2015	51.679.590	36.891.981
2016	665.720.564	41.119.261
2017	401.141.010	47.662.866
2018	1.690.236.626	43.805.663
2019	1.241.420.787	-

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على سوق الخراطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2017-2019م]، مرجع سبق ذكره.

يتضح من الجدول رقم (2-14) أن عدد الأسهم المصدرة شهد انخفاض معتبر عام 2015م حيث بلغ 51.679.590 سهم، مقارنة ب 256.982.344 سهم عام 2013م، ثم ارتفع مباشرة إلى 665.720.564 سهم عام 2016م، وبلغ نهاية الربع الرابع عام 2018م عدد 1.408.833.110 سهم، وكذا بلغ 1.241.420.787 سهم نهاية الربع الأول لعام 2019م.

¹ سوق الخراطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.21.



أما بالنسبة لعدد الصكوك المصدرة خلال الفترة [2013- نهاية الربع الأول 2019م] فقد شهد تزايد مستمر عموماً حيث بلغت 36.675.923 صك عام 2013م، و 47.662.866 صك عام 2017م، وبلغ م 16.027.806 صك نهاية الربع الرابع عام 2018م، فيما لم يشهد الربع الأول ل عام 2019م أي نشاط للصكوك المصدرة.

الفرع الثاني: نشاط السوق الثانوي.

وتمثل حركة التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية بالاعتماد على عدة مؤشرات من حجم التداول الكلي، وعدد الشهادات والصكوك المتداولة، وعدد الصفقات المنفذة.

الجدول رقم (2-17): نشاط السوق الثانوي خلال الفترة [2000-الربع الأول 2019]

البيان	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	حجم التداول الكلي	عدد الصفقات المنفذة
2000	-	-	59.143.507,63	942
2001	1.081.185	989	168.367.478,24	1.240
2002	884.766	29.724	249.055.364,92	2.585
2003	776.999	37.071	244.104.011,43	3.109
2004	30.790	102.108	447.722.927	3.534
2005	845.830	308.083	1.216.833.003,1	3.673
2006	1.433.400	1.472.351	2.068.054.021,24	5.842
2007	2.717.193	2.016.530	1.799.635.684	7.195
2008	4.977.907	2.421.055	1.879.185.954,92	8.569
2009	4.228.900	3.417.714	2.246.552.029	8.069
2010	1.791.114	4.056.906	2.422.315.001,94	8.266
2011	7.333.445	3.892.066	2.562.626.975	7.870
2012	5.793.575	5.116.623	3.073.607.167	12.719
2013	1.447.341	6.983.324	3.885.405.658	16.435
2014	1.198.891	9.996.076	5.762.717.820	22.670
2015	1.668.892	11.222.669	6.250.361.501	30.307
2016	724.021	7.924.732	4.364.326.340	43.421
2017	1.845.930	19.242.070	11.236.889.608	37.995
2018	20.197.572	5.567.815	9.697.785.883	22.112
2019	5.567.815	5.567.815	2.779.455.153	7.611

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008- أبريل 2019م]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن حجم تداول كل من الصكوك والشهادات الإسلامية خلال الفترة [2008-2000] شهد تقلبات من عام إلى آخر إلى أن بلغت أقصى قيمة لها عام 2008 بحجم تداول كلي قدر ب 1.879.185.954,92 جنيه، و 4.977.907 صك متداول، و 2.421.055 شهادة



متداولة، و 8.569 صفقة منفذة، بعد ذلك انخفض حجم التداول سنة 2010 ليصبح عدد الصكوك والشهادات المتداولة تُقدر ب 1.791.114 صك متداول، و 4.056.906 شهادة متداولة (5.848.020 صك وشهادة)، ويرجع هذا الانخفاض لل تأثر بالأزمة المالية العالمية، وبتداعيات بداية المرحلة الانتقالية لانفصال جنوب السودان عن شماله، بعد ذلك يلاحظ ارتفاع في حجم التداول إلى أن وصل إلى أقصى قيمة له عام 2017م بحجم تداول قدر ب 1.845.930 صك متداول، و 19.242.070 شهادة متداولة، و 11.236.889.608 جنيه حجم التداول الكلي.

ثانياً- معدلات التداول اليومية ومعدل دوران الأسهم:

تتمثل معدلات التداول اليومية في عدد الأسهم المتداولة، وعدد الصكوك المتداولة، وعدد الشهادات المتداولة، وعدد الصفقات المنفذة، ومتوسط حجم التداول اليومي، وكذا معدل دوران الأسهم.

1-معدلات التداول اليومية:

معدل التداول اليومي هو ناتج قسمة مجموع أي من مؤشرات التداول من عدد الأسهم، حجم التداول... الخ، في نهاية فترة معينة على عدد أيام التداول خلال الفترة.

الجدول رقم (2-18): معدلات التداول اليومية للفترة [2007-2017]

البيان	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصكوك المتداولة	عدد الشهادات المتداولة	عدد الصفقات المنفذة	متوسط حجم التداول اليومي (مليون جنيه)
2007	38.200.000	11.045	8.197	29	7,3
2008	2.100.000	20.485	9.963	35	7,7
2009	661.497	16.984	13.725	32	9,02
2010	663.539	7.135	16.162	33	9,25
2012	693.095	23.267	20.549	55	12,2
2013	324.729	5.813	28.045	66	15,6
2014	678.433	4.647	38.744	87	22,3
2015	1.094.123	4.293	45.079	122	25,1
2016	1.213.905	2.850	31.200	170	17,2
2017	4.263.520	7.296,17	7.605.561	150	44,4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2007-2017م]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن عام 2009م شهد انخفاض في معظم مؤشرات التداول اليومي، حيث كان عدد الأسهم المتداولة 661.497 سهم، وعدد الصكوك المتداولة 16.984 صك، وعدد الشهادات المتداولة 13.725 شهادة، بعد ذلك يلاحظ ارتفاع تدريجي إلى أن يصل إلى أقصى قيمة له عام 2017م حيث بلغ عدد أيام التداول 253 يوماً، وبلغ متوسط حجم التداول اليومي 44,4 مليون جنيهاً مقارنة بمبلغ 17,2 مليون جنيهاً متوسط حجم التداول اليومي لعام 2016 م، أما متوسط التداول اليومي



بالنسبة للأسهم فقد بلغ 4.263.520 سهماً في اليوم مقارنة بمتوسط 1.213.905 سهماً يومياً خلال عام 2016م، وبالنسبة لشهادات المشاركة الحكومية "شهامة" فقد بلغ متوسط التداول اليومي لها خلال عام 2017م عدد 7.605.561 شهادة في اليوم مقارنة بمتوسط 31.200 شهادة يومياً عام 2016م، أما صكوك الصناديق الاستثمارية فقد بلغ متوسط التداول اليومي لها 7.296,17 صكاً عام 2017م مقارنة بمتوسط تداول يومي بلغ 2.850 صكاً عام 2016م، كما بلغ متوسط الصفقات اليومية 150 صفقة في اليوم عام 2017م مقارنة ب 170 صفقة المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة عام 2016م¹.

الفرع الثالث: نشاط السوق الثالث.

يتمثل نشاط السوق الثالث في العمليات المستثناة من التداول داخل القاعة.

أولاً- التحويلات خارج القاعة:

تشمل التحويلات خارج القاعة (قاعة التداول) كل من التحويلات العائلية من الأصول والفروع والأقارب حتى الدرجة الثالثة، والتحويلات الإرثية، إضافة للتحويلات التي تتم خارج السودان، والتنازل والهبة والتحويلات التي تتم بأوامر قضائية من خلال دائرة الشؤون القانونية.

بلغ عدد الأوراق المالية التي تم تحويلها خارج القاعة 190.858.313 ورقة مالية عام 2017م، بقيمة إجمالية بلغت 1.021.411.822 جنيهاً ما تعادل نسبته حوالي 9% من إجمالي التداول في السوق الثانوي².

الجدول رقم (2-19): التحويلات خارج قاعة التداول للفترة [2017-2000]

البيان	عدد الأسهم (سهم)	القيمة السوقية (جنيه)
2000	3.583.184	1.545.879,83
2001	226.954.829	20.144.734,17
2002	351.364.184	2.778.144,45
2003	167.251.783	10.536.064,26
2004	791.922.370	9.872.304,50
2005	274.366.808	33.080.340
2006	188.659.120	92.742.292
2007	89.680.785	4.971.638
2008	12.600.742	18.449.709
2009	3.473.469	4.465.403
2010	3.803.710.000	6.649,60
2011	41.306.712	147.201.836
2012	259.497.440	107.928.150

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017م، مرجع سبق ذكره، ص.37.

² المرجع نفسه، ص.34.



7.293.785.384	22.633.359	2013
13.501.086	8.021.135	2014
513.884.740	302.069.213	2015
898.793.163	628.568.388	2016
1.021.411.822	190.858.313	2017

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2008-2017]، مرجع سبق ذكره.

ثانياً- تحويلات الشركات مزدوجة الإدراج:

تعرف الشركات المزدوجة الإدراج بأنها شركات المساهمة العامة المدرجة في أكثر من سوق، حيث يتم تداول أسهمها وفقاً لأحكام القوانين والتعليمات واللوائح الصادرة لدى كل سوق، وقد بلغت جملة التحويلات 29.548.099 جنيهاً لعدد 10.297.500 سهماً¹.

1- سوق أبوظبي للأوراق المالية:

تم إدراج الشركة السودانية للاتصالات عام 2003 م، وبلغت جملة الأسهم المحولة من سوق الخرطوم إلى سوق أبوظبي خلال عام 2017 م 8.640 سهماً حولت من خلال 16 طلب تحويل بقيمة إجمالية بلغت 25.022.283 جنيهاً، حيث بلغت جملة الأسهم المودعة بالسوقين حتى 2017/12/31 م كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-20): الأسهم المودعة بسوقي الخرطوم ، أبوظبي.

البيان	سوق الخرطوم للأوراق المالية	سوق أبوظبي للأوراق المالية
2010	721.472.118	261.834.810
2011	791.073.630	290.564.004
2013	802.888.592	322.014.547
2015	802.351.411	408.325.594
2016	783.167.201	427.509.804
2017	744.526.756	436.150.249

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2010-2017]، مرجع سبق ذكره.

2- سوق دبي المالي:

تم إدراج مصرف السلام بسوق دبي المالي عام 2008 م، وبلغت جملة الأسهم المحولة من سوق الخرطوم إلى سوق دبي خلال عام 2017 م 1.657.055 سهماً حولت من خلال 11 طلب تحويل بقيمة إجمالية بلغت 4.525.816 جنيهاً، في حين لم تكن هنالك عمليات تحويل أسهم من سوق دبي إلى سوق الخرطوم، حيث بلغت جملة الأسهم المودعة بالسوقين حتى 2017/12/31 م كما هو موضح في الجدول الموالي:

¹ سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.34.



الجدول رقم (2-21): الأسهم المودعة بسوقي الخرطوم، دبي.

البيان	سوق الخرطوم للأوراق المالية	سوق دبي المالي
2010	42.287.456	67.712.544
2011	41.180.856	68.819.044
2013	36.686.573	78.813.427
2015	32.002.799	83.497.201
2016	33.459.452	87.815.548
2017	31.802.397	89.472.603

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البنك المركزي، التقارير السنوية للفترة [2010-2017]، مرجع سبق ذكره.



المبحث الثاني: تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية الركيزة الأساسية في الاقتصاديات المعاصرة لما لها من دور كبير في تطوير الحياة الاقتصادية، وهي محرك فعال للنمو الاقتصادي من خلال قدرتها العالية على تعبئة المدخرات المحلية والفوائض المالية الأخرى.

المطلب الأول: مؤشرات قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية.

تعد مؤشرات قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية من المؤشرات الاقتصادية المهمة في معرفة اتجاهات النشاط الاقتصادي ومدى تطوره وتقييم أدائه.

ولقد صاحب التطور السريع في الأسواق المالية ظهور العديد من المؤشرات لقياس كفاءة أدائها، ومعرفة درجة تقدمها ونضجها ودراسة مدى تحقيق أهدافها، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي¹:

الفرع الأول- مؤشرات حجم السوق:

يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

أولاً- معدل الوسملة السوقية:

يقصد بمعدل الوسملة السوقية مجموع الأسهم المدرجة في السوق المالي بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة الزمنية، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، و يقاس غالبا بقسمة القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي (قيمة رأس المال السوقي على الناتج المحلي الإجمالي)، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وتعكس الوسملة السوقية مستوى نشاطه، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد شركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معا.

ويتبع السودان طريقة القيمة المضافة في إعداد بيانات الناتج المحلي الإجمالي حيث يتم تجميع قيمة المنتجات من السلع والخدمات للأسعار الجارية مع استبعاد قيم السلع والخدمات الوسيطة المشاركة في العملية الإنتاجية.

¹ معتز بالله محمد ميدو، آثار تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2016، ص. ص. 88-90.

* يجب التنبيه أنه تم تعديل البيانات الواردة بالتقرير السنوي لعام 2011 باستبعاد بيانات جنوب السودان نتيجة لانفصاله في جويلية من ذات العام، وقد أثر ذلك سلباً على أداء الناتج المحلي الإجمالي والدخل القومي الإجمالي نتيجة لخروج موارد النفط من الاقتصاد.



الجدول رقم (2-22): معدل الوسيلة السوقية للفترة [2000-2017]

البيان	الناتج المحلي الإجمالي (مليون جنيه)	رأس المال السوقي	معدل الوسيلة السوقية	معدل التغير %
2000	14,7	1.008.607.915	68,61	-
2001	16,3	1.201.388.910	73,70	07,82
2002	17,2	1.559.235.773	90,65	22,99
2003	18,3	1.929.848.464	105,45	16,58
2004	19,3	3.689.881.596	191,18	81,30
2005	20,3	7.473.268.351	368,14	92,56
2006	21,7	9.312.418.797	429,14	16,57
2007	22,9	10.305.290.987	450,01	04,86
2008	23,4	8.131.776.590	347,51	(22,77)
2009	24,9	7.589.316.950	304,79	(12,29)
2010	26,5	6.391.200.061	214,17	(20,87)
2011	27,5	7.062.982.659	256,83	19,92
2012	27,7	9.634.988.645	347,83	35,43
2013	29,6	11.188.777.913	377,999	08,67
2014	31,6	12.817.683.859	405,62	07,30
2015	32,8	13.759.624.801	419,50	03,42
2016	34,1	15.939.640.586	467,43	11,42
2017	36,2	19.836.511.098	547,97	17,23

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على - التقارير السنوية لسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2009 - 2017م] مرجع سبق ذكره؛ - الجهاز المركزي للإحصاء، مؤشرات اقتصادية، ص.02، متاح على الموقع: <http://cbs.gov.sd/resources/uploads/files/pdf/>

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن هناك نمو مستمر في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، وكذلك ارتفاع تدريجي في معدل الوسيلة السوقية من 68,61 عام 2000م إلى 450,01 عام 2007م فكلما ارتفع هذا المعدل دل ذلك على سيولة أكبر، ثم انخفض حتى وصل عام 2011م إلى 256,83 بسبب الأزمة المالية العالمية 2008م، والتقلبات في نمو القطاع الزراعي بشقيه الحيواني والنباتي، إضافة إلى التقلبات في نمو القطاع الصناعي، وكل ذلك يرجع لتداعيات انفصال جنوب السودان وخروج معظم حقول النفط من دائرة الإنتاج، ثم قفز من 467,43 عام 2016م إلى 547,97 عام 2017م ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدلات نمو القطاع الزراعي وقطاع الخدمات.

ثانياً - مؤشر عدد الشركات المدرجة:

ويقصد به عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية التي يتم التداول في أوراقها المالية للسوق المنظم، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني لما له من دلالة مهمة على التطور السريع إلا



أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً¹.

وقد بدأت حركة التداول بالسوق النظامي بعدد 34 شركة مساهمة عامة تم إدراجها بعد أن استوفت شروط الإدراج التي اقراها مجلس إدارة السوق بقراره رقم (94/5)، ثم تواصل إدراج الشركات خلال مسيرة السوق²، وقد بلغ عدد شركات المساهمة العامة في السودان ما يقارب 600 شركة، المدرج منها في السوق المالي حتى عام 2010 م عدد 55 شركة.

ويعود السبب في قلة عدد شركات المساهم المدرجة أن هذه الشركات في معظمها عائلية، وأصحابها لا يرغبون في تحويلها إلى مساهمة عامة خشية الهيمنة عليها من خارج العائلة.

الجدول رقم (2-23): عدد الشركات المدرجة للفترة [2000-2018]

عدد الشركات المدرجة	البيان	عدد الشركات المدرجة	البيان
55	2010	44	2000
56	2011	44	2001
59	2012	46	2002
60	2013	47	2003
65	2014	48	2004
67	2015	49	2005
67	2016	51	2006
67	2017	53	2007
66	2018	52	2008
		53	2009

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-2018]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في ارتفاع مستمر، حيث بدأ السوق ب 44 شركة مدرجة عام 2000م، وشهد زيادة محتشمة للفترة [2000-2006]، ليستقر ويثبت في 53 شركة نهاية عام 2009م، ويرتفع بعد ذلك إلى 59 شركة نهاية عام 2012م، ثم شهد زيادة نسبية ليقفز إلى 67 شركة عام 2015م ويستقر عند هذا العدد حتى عام 2017م، ثم انخفض إلى 66 شركة عام 2018م، والشكل الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية.

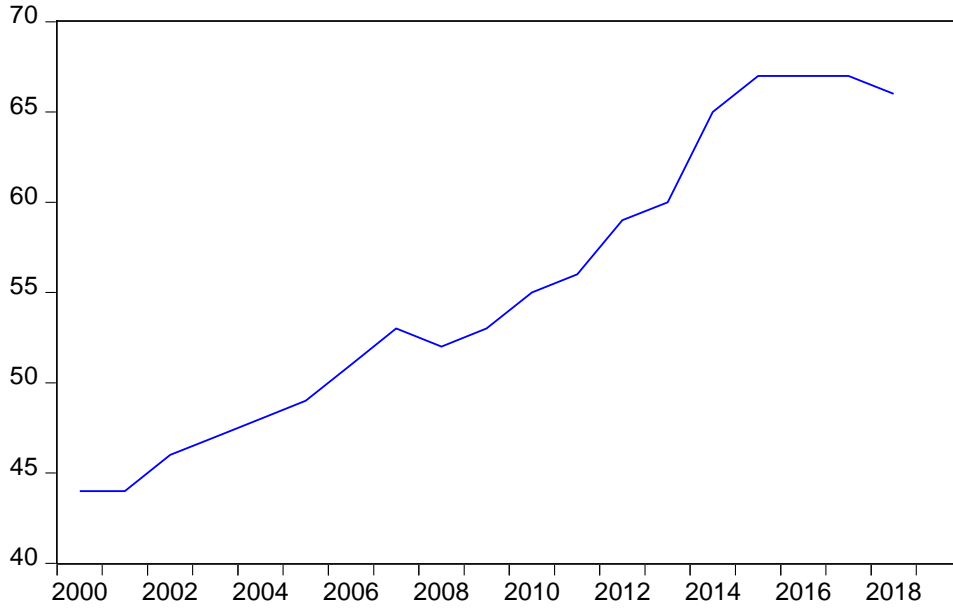
¹ احمد بزيية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي (دراسة تقييمية مقارنة)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص.ص. 26-27.

² سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث عشر لعام 2007م، مرجع سبق ذكره، ص.12.



الشكل رقم (2-3): تطور عدد الشركات المدرجة للفترة [2000-2018]

NS



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

الفرع الثاني - مؤشرات سيولة السوق:

تعكس سيولة الورقة المالية سهولة بيعها أو شرائها بسرعة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، وتزداد سيولة السوق المالي عند توفر ثلاثة شروط هي:

- ◀ عمق السوق: وجود أوامر للتداول مستمرة على الورقة المالية؛
- ◀ اتساع السوق: وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية؛
- ◀ سرعة استجابة السوق: قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب¹.

ويقاس مستوى السيولة في السوق المالي من خلال مؤشرين هما:

أولاً- نسبة التداول (قيمة التداول \ الناتج المحلي الإجمالي):

يقصد بنسبة التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، وتقاس نسبة التداول من خلال قسمة مجموع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي على الناتج المحلي الإجمالي، فهي تعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، وعلى

¹ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة (المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية و الأمريكية-)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص.166.



الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن نسبة التداول قد تكون صغيرة، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية.

الجدول رقم (2-24): نسبة التداول للفترة [2000-2017]

البيان	الناتج المحلي الإجمالي (مليون جنيه)	حجم التداول الكلي	نسبة التداول	معدل التغير %
2000	14,7	59.143.507,63	4,02336786	-
2001	16,3	168.367.478,24	10,329.293	156,73
2002	17,2	249.055.364,92	14,479.963	40,18
2003	18,3	244.104.011,43	13,339.017	(07,88)
2004	19,3	447.722.927,14	23,198.079	163,87
2005	20,3	1.216.833.003,09	59,745.468	157,54
2006	21,7	2.068.054.021,24	95,302.028	59,51
2007	22,9	1.799.635.684	78,586.711	(17,54)
2008	23,4	1.879.185.954,92	80,307092	02,19
2009	24,9	2.246.552.029,3	90,222.973	12,34
2010	26,5	2.422.315.001,94	91,408.113	01,31
2011	27,5	2.562.626.975	93,186435	01,94
2012	27,7	3.073.607.167	110,960.547	19,07
2013	29,6	3.885.405.658	131,263.704	18,29
2014	31,6	5.762.717.820	182,364.488	38,93
2015	32,8	6.250.361.501	190,559.802	04,49
2016	34,1	4.364.326.340	127,986.109	(32,83)
2017	36,2	11.236.889.608	310,411.315	142,53

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على - سوق الخراطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2009-2017م]، مرجع سبق ذكره؛

- الجهاز المركزي للإحصاء، مؤشرات اقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص.02.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن نسبة التداول شهدت ارتفاعاً تدريجياً من 4,02336786 عام 2000م، إلى 95,302.028 عام 2006م، وانخفض إلى 78,586.711 عام 2007م، ثم عاود الارتفاع إلى 190,559.802 عام 2015م، وانخفض إلى 127,986.109 عام 2016م، بعدها ارتفع وبلغ قيمة 310,411.315 عام 2017م.

ثانياً- مؤشر الصفقات (%):

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول الأوراق المالية لشركة معينة أو لمجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأوراق المالية في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويتم استخراج قيمته بقسمة إجمالي الأوراق المالية المتداولة على رسملة السوق (إجمالي الأوراق المالية المتداولة \ رأس المال السوقي) خلال العام،



ويعتبر هذا المؤشر مكمل لمؤشر الوسيلة السوقية في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن يكون هناك سوق كبير لكنه غير نشط، إذا كانت رسمته السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيه منخفض.

الجدول رقم (2-25): مؤشر الصفقات للفترة [2000-2017]

البيان	رأس المال السوقية	حجم التداول الكلي	مؤشر الصفقات (%)	معدل التغير %
2000	1.008.607.915	59.143.507,63	01,40	-
2001	1.201.388.910	168.367.478,24	729,89	52,035
2002	1.559.235.773	249.055.364,92	260,40	(64,32)
2003	1.929.848.464	244.104.011,43	504,98	93,92
2004	3.689.881.596	447.722.927,14	59,24	(88,26)
2005	7.473.268.351	1.216.833.003,09	23,17	(60,88)
2006	9.312.418.797	2.068.054.021,24	81,23	250,57
2007	10.305.290.987	1.799.635.684	91,28	12,86
2008	8.131.776.590	1.879.185.954,92	03,46	(96,20)
2009	7.589.316.950	2.246.552.029,3	02,17	(37,33)
2010	6.391.200.061	2.422.315.001,94	02,60	20,07
2011	7.062.982.659	2.562.626.975	01,51	(42,13)
2012	9.634.988.645	3.073.607.167	01,79	18,77
2013	11.188.777.913	3.885.405.658	0,72	(59,65)
2014	12.817.683.859	5.762.717.820	01,36	88,97
2015	13.759.624.801	6.250.361.501	02,07	51,54
2016	15.939.640.586	4.364.326.340	01,95	(05,45)
2017	19.836.511.098	11.236.889.608	05,43	177,95
2018	47.339.220.374	9.697.785.883	20,48	277,16
2019	53.179.085.664	2.779.455.153	05,22	(74,51)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-أبريل 2019م]، مرجع سبق ذكره.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن قيمة مؤشر الصفقات كانت في معظمها ضعيفة، فقد بلغت أعلى قيمة لها 729,89% عام 2001م نظراً لارتفاع إجمالي الأوراق المالية المتداولة، وأدنى قيمة 0,72% عام 2013م وذلك لانخفاض إجمالي الأوراق المالية المتداولة، فقد عرف ارتفاع وانخفاض خلال الفترة [2000-2013]، ويرجع انخفاض هذا المؤشر إلى إدماج بعض الشركات لأسهمها بعد حذف صفرين من عملتها*¹، ثم يرتفع من جديد لكن بنسب تغير صغيرة ليصل إلى قيمة 05,43% عام 2018م، ثم انخفض نهاية شهر أبريل عام 2019م إلى 05,22%، (بلغت القيمة السوقية 57.901.013.420 جنيه في 19 جوان 2019م،

*¹ لقد تم تغيير عملة التعامل في السودان من الدينار السوداني إلى الجنية السوداني، وأصبح واحد دينار سوداني=100 جنيه سوداني عند التحول إلى الجنيه عام 2007م.



في حين بلغت 49.250.109.410 جنية في 24 جوان 2019م، وبلغت في 26 جوان 2019م قيمة 139.165.107.010 جنية، في حين بلغت 173.237.307 جنية في 27 جوان 2019م، في حين بلغت 1.284.901.030 جنية في 01 جويلية 2019م).

الفرع الثالث- درجة تركيز السوق:

يفسر هذا المؤشر ما إذا كانت القيمة السوقية مركزة في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعة على عدد كبير من الشركات، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشرة شركات من إجمالي القيمة السوقية¹ (مساهمة أكبر عشر شركات \ رأس المال السوقية).

الجدول رقم (2-26): درجة تركيز سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2017-2015]

2015	درجة التركيز	2016	درجة التركيز	2017	درجة التركيز
بنك فيصل الإسلامي السوداني	0,2094170	بنك فيصل الإسلامي السوداني	0,1882100	مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة	0,244131
مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة	0,1539789	مجموعة سوداتل للاتصالات المحدودة	0,1845678	بنك فيصل الإسلامي السوداني	0,194439
البنك السعودي السوداني	0,0581411	البنك السعودي السوداني	0,0501893	بنك الخرطوم	0,054645
بنك أمدرمان الوطني	0,0581411	بنك أم درمان الوطني	0,0501893	بنك الجزيرة السوداني الأردني	0,051672
بنك الجزيرة السوداني الأردني	0,0421207	بنك الخرطوم	0,0449544	بنك أم درمان الوطني	0,050412
		البنك السوداني الفرنسي	0,0440315	بنك النيل الأزرق المشرق	0,035901
		بنك الجزيرة السوداني الأردني	0,0376420	البنك السوداني الفرنسي	0,035062
		بنك النيل الأزرق المشرق	0,0372360	بنك التضامن الإسلامي	0,029972
		الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة	0,0366922	الشركة السودانية للمناطق والأسواق الحرة	0,028980
		بنك التضامن الإسلامي	0,0366363	مصرف المزارع التجاري	0,025059
المجموع	0,60652481	المجموع	0,6736563	المجموع	0,750273

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.25؛

- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.46-50؛

- سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، مرجع سبق ذكره، ص.44-48.

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير للأوراق المالية تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2016، ص.55.



بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يلاحظ أن القيمة السوقية مركزة في عدد محدد من الشركات المقيدة، فبالنسبة لعام 2015م كان مجموع درجة التركيز 60,65% أي ما يقارب 61% من القيمة السوقية مركزة لدى (05) خمس شركات فقط، وفي عام 2016م كان مجموع درجة التركيز 67,36% أي ما يقارب 67% من القيمة السوقية مركزة عند (10) عشر شركات فقط، أما عام 2017م ارتفع مجموع درجة التركيز إلى 75,02% أي ما يقارب 75% من القيمة السوقية مركزة عند (10) عشر شركات فقط، وهذا يعني أن السوق يتميز بدرجة عالية من التركيز خاصة عام 2015م حيث كان عدد الشركات خمس (05) فقط، ودرجة التركيز 61%.

وبناءً على كل ما سبق تبين أن فترة الدراسة شهدت نمواً كبيراً في معظم مؤشرات قياس كفاءة سوق الخراطوم للأوراق المالية، والمتمثلة أساساً في مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات سيولة السوق، ومؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق، خاصة معدل الرسالة السوقية الذي تميز بالنمو المستمر، من 68,61 عام 2000م إلى 547,97 عام 2017م، وكذا مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق الذي كان مرتفعاً على العموم، حيث بلغ 44 شركة مدرجة عام 2000م، حتى وصل إلى 67 شركة مدرجة عام 2017م، أما نسبة التداول فقد ارتفعت من 04,02 عام 2000م إلى 310,41 عام 2017م، بينما شهد مؤشر الصفقات تقلبات حادة كثيرة خلال فترة الدراسة، وكذلك يتميز سوق الخراطوم للأوراق المالية بدرجة عالية خاصة عام 2015م.

وعليه فإن للأدوات المالية الإسلامية دور مهم في تحسين كفاءة سوق الخراطوم للأوراق المالية، وزيادة عدد المتعاملين فيه من خلال ارتفاع حجم التداول الكلي، ووجود أوامر مسقوة للتداول على الأوراق المالية مما يدل على عمق السوق، ووجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية مما يفسر اتساع السوق، وسرعة استجابته من خلال قدرته على علاج أي خلل بين العرض والطلب، وكذا تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة، وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية (مشاريع البنى التحتية للدولة).

وكنتيجة عامة لكل ما سبق فإنه كلما زاد تنوع إصدار الأدوات المالية الإسلامية وتداولها، خاصة الصكوك الإسلامية السيادية وصكوك صناديق الاستثمار زاد نشاط سوق الخراطوم للأوراق المالية، من خلال زيادة السيولة مما يؤدي إلى رفع كفاءته؛ فتبرز من هنا أهمية الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في سوق الخراطوم للأوراق المالية كأدوات مناسبة تجمع بين المصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية.

تأكيداً للمعلومات الواردة في الجانب النظري ورغبة في الإطلاع على دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل سوق الخراطوم للأوراق المالية خلال الفترة [2000-2017] سيتم اختبار هذا الدور من خلال تقدير نموذج انحدار خطي بسيط ومتعدد.



الفرع الأول- منهج الدراسة التطبيقية:

تستدعي الإجابة عن إشكالية الدراسة الرجوع إلى معلومات وبيانات مستقاة من واقع سوق الخرطوم للأوراق المالية، ومحاولة تحليلها وإسقاط الجانب النظري عليها.

فبعد دراسة الجانب النظري لتعاملات السوق المالي الإسلامي، سوف يتم التطرق في الدراسة التطبيقية إلى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية، وذلك من خلال ترجمة التأثير في شكل نموذج رياضي ودراسته.

لذلك سيتم بناء نموذج ارتباط بسيط ومتعدد لقياس مدى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على نشاط سوق الخرطوم للأوراق المالية، بالاستعانة برنامج Eviews 10، وذلك بإتباع الخطوات التالية:

أولاً- تعيين نموذج الدراسة:

يتم صياغة النموذج القياسي عن طريق تحويل العلاقات الاقتصادية إلى صيغة قياسية على الواقع الاقتصادي، وهذه المرحلة من أهم مراحل الاقتصاد القياسي، ولتحديد النموذج الرياضي يجب تحديد متغيرات النموذج وشكله الرياضي والتوقعات الاحتمالية الصادرة عنه.

1- تحديد متغيرات الدراسة:

سيتم إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، بالربط في كل مرة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، لذلك فمتغيرات الدراسة تتمثل في:

أ- **المتغيرات المستقلة:** يستبدل المتغير في كل مرة بمتغير آخر لمعرفة مدى تأثيره على حجم التداول الكلي على سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقد تم اعتماد المتغيرات المستقلة التالية:

✓ قيمة الإصدارات: وتمثل نشاط السوق الأولي، ويرمز لها بالرمز (V1)؛

✓ القيمة السوقية: وتمثل نشاط السوق الثانوي -التحويلات خارج القاعة-، ويرمز لها بالرمز (V3)؛

ب- **المتغير التابع:** ويتمثل في حجم التداول الكلي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، ويرمز له بالرمز (VTT).

ومن خلال دراسة العلاقة بين المتغيرات (VTT)، وكل من (V1) و (V3) يمكن الإجابة على فرضيات

الدراسة.

2- دراسة العلاقة بين المتغيرات:

الكشف عن العلاقة يكون بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل اختيار

النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، وهذا حسب عدة معايير تتمثل في:

* معنوية المعامل، * المعنوية الكلية، * معامل التحديد، * معامل الارتباط، * إحصائية (DW).



ثانيا- تقدير نموذج الدراسة:

بعد توضيح منهج الدراسة نظريا، ولتحديد مدى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية سيتم تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد (معادلة النموذج رياضيا) من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى، كونها أكثر الطرق شيوعا لسهولة تطبيقها، إضافة إلى أن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد على وصف علاقة خطية عشوائية تربط المتغيرات، إحداها تابع والآخر مستقل.

ومن أجل تقدير معالم النموذج الخطي سيتم الاستعانة ببرنامج Eviews10 لتقدير نماذج الدراسة، حيث يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي البسيط على شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى بصيغتها التقديرية كما يلي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + U_i$$

حيث أن:

Y_i : يعبر عن قيمة المشاهدة **i** للمتغير التابع.

X_i : يعبر عن قيمة المشاهدة **i** للمتغير المستقل.

U_i : متغير الأخطاء العشوائية (البواقي).

β₁, β₀ : تمثلان معلمك النموذج، وهما مجهولا القيمة.

i : يعبر عن عدد المشاهدات.

ثالثا- اختبار نموذج الدراسة:

تم عملية اختبار النموذج من خلال اختباره اقتصاديا ثم إحصائيا لتتم الموافقة على استخدامه أم لا¹.

1- اختبار معالم النموذج اقتصاديا:

وذلك وفقا لمعايير النظرية الاقتصادية، حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعالم المقدرة، فإذا توافقت المعالم المقدرة مع ما تقرره النظرية الاقتصادية، يتم قبول النموذج، أما في الحالة العكسية يتم رفض النموذج.

2- اختبار معالم النموذج إحصائيا:

يساعد هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعاملات التي تم الحصول عليها، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمك النموذج.

أ- اختبار إحصائية ستيودنت **t**:

يستخدم اختبار **t** ستيودنت للتحقق من معنوي معالم النموذج كل على انفراد، ويعتمد على فرضيتين:

¹ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص.ص.42-43.



$$H_0: B_0 = B_1 = 0$$

✓ فرضية العدم: تفترض عدم وجود علاقة بين المتغيرين

$$H_1: B_0 \neq B_1 \neq 0$$

✓ الفرضية البديلة: تفترض وجود علاقة بين المتغيرين

بعد احتساب قيمة t بالاعتماد على برنامج Eviews10 يتم مقارنتها مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة الحرية $(n-k)$ ، ومستوى معنوية 5%، فإذا كانت قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، ومنه تكون للمعلمة محل الاختبار معنوية إحصائية، أي توجد علاقة بين متغيري الدراسة والعكس صحيح.

ب- اختبار إحصائية فيشر:

يختبر هذا الاختبار النموذج ككل، أي أنه يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين، ويعتمد بدوره على فرضيتين هما¹:

فرضية العدم H_0 : تفترض عدم جوهرية العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي:

$$H_0: B = B_1 = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : التي تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي:

$$H_1: B \neq B_1 \neq 0$$

بعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و $(n-k-1)$ للسطح والمقام ولمستوى معنوية معين، فإذا كانت F المحسوبة أكبر من F الجدولية نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن العلاقة الخطية المدروسة معنوية، والمتغير المستقل ذو تأثير في المتغير التابع، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H_0 ، أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية بمعنى أنه ليس هناك تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.

ج- اختبار جودة التوفيق R^2 و معامل الارتباط r :

يفسر معامل التحديد R^2 العلاقة الموجودة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، أي أنه يوضح نسبة مساهمة التغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، أما معامل الارتباط r فهو مقياس يحدد قوة الارتباط بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومعامل التحديد يأخذ القيم التالية: $0 \leq R^2 \leq 1$ ².

3- اختبار معلمات النموذج قياسيا:

يستعمل اختبار درين واتسن Durbin-Watson للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وتسمى هذه القيمة d بالقيمة المحسوبة ل Durbin-Watson حيث نقارنها مع قيمتين مجدولتين (قيمة صغرى d ، وقيمة كبرى d_U)³.

¹ عبد الرزاق بني هاني، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2014، ص.71.

² Régis Bourbonnais, *économétrie*, Dunod, Paris, 9ème édition, 2015, p10.

³ Khedhiri Sami, *cours d'introduction à l'économétrie*, office des publications universitaires, Tunis, 2005, p 65.



الفرع الثاني- تقدير متغيرات الدراسة:

ويكون بالكشف عن العلاقة بين متغيرات الدراسة يكون بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل اختيار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع.

أولاً- عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة:

سيتم الاعتماد على مستوى معنوية 5% سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات، والجدول الموالي يوضح عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستقلة والمتغير التابع المستخدمة في الدراسة (انظر الملحق رقم 02).

الجدول رقم (2-27): عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الوسيط	القيمة القصوى	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري
V1	18	9.21 e+ 09	669 e+09	2.41e+10	79295000	8,18e+09
V3	18	5.66 e+08	19297222	7.29 e+09	6659.6	1.71 e+09
VTT	18	2.77e+09	2.16e+09	1.12 e+10	59143508	2.81e+09

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10 .

ثانياً- اختبار استقرارية (سكون) السلاسل الزمنية:

قبل الشروع في تقدير نموذج الدراسة، يتعين اختبار استقرارية (سكون) السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، وبعد اختبار جذر الوحدة The Unit Root Test وهو أساسي لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة، وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل، لما له من أهمية كبرى في الحصول على نتائج سليمة، وتجنباً لظاهرة الانحراف الزائف الذي يعبر عن العلاقة الزائفة بين المتغيرات، ويعتبر اختبار ديكي- فولر الموسع (Augmented Dicky-Fuller Test) من أهم الاختبارات المستعملة لمعرفة استقرارية السلاسل الزمنية، ويرمز له اختصاراً بـ (ADF)، ويتم اختبار فرضية عدم تعني وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للمتغير، أي أن المتغير غير مستقر إذا كانت القيمة المطلقة لـ (ADF) المحسوبة أصغر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية معين، وهو ما يتطلب إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد أخذ الفروق، وتمثل الفرضية البديلة التي تعني عدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للمتغير، أي أن المتغير مستقر إذا كانت القيمة المطلقة لـ (ADF) المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية معين، ومتى وجدت السلسلة الأصلية مستقرة عند المستوى فإنها متكاملة من الدرجة (d)، والجدول الموالي يوضح النتائج التي تم الحصول عليها عند مستوى معنوية 5% (انظر الملحق رقم 03-04-05).

الجدول رقم (2-28): اختبار (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية عند المستوى

المتغيرات	الحالات الثلاث	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
V1	اتجاه عام	1,521969	3,065585	غير مستقرة



غير مستقرة	3,710482	2,146848	اتجاه عام ويقاطع	
مستقرة	1,962813	3,386524	اتجاه عام ودون قاطع	
مستقرة	3,052169	4,138408	اتجاه عام	V3
مستقرة	3,710482	4,565879	اتجاه عام ويقاطع	
مستقرة	1,962813	3,798208	اتجاه عام ودون قاطع	VTT
غير مستقرة	3,098896	7,367591	اتجاه عام	
غير مستقرة	3,791172	6,920087	اتجاه عام ويقاطع	
مستقرة	1,968430	7,363751	اتجاه عام ودون قاطع	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 10**.

من خلال الجداول أعلاه يلاحظ عدم وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية للمتغير (V3)، أي أن المتغير (V3) مستقر عند مستوى معنوية 5% عند المستوى، وعليه فإنه سيتم رفض فرضية العدم H_0 ، وقبول الفرضية البديلة H_1 ، بمعنى أن السلسلة الزمنية للمتغير (V3) متكاملة من الدرجة (d).
أما في السلسلة الزمنية للمتغيرين (V1) و (VTT) يتضح وجود جذر الوحدة، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، ورفض الفرضية البديلة H_1 ، فللمتغيرين (V1) و (VTT) غير مستقرين عند مستوى معنوية 5% عند المستوى.

ما استوجب إعادة الاختبار مرة أخرى لدراسة استقراريهما عند الفرق الأول، مما نتج عنه وجود جذر الوحدة للمتغيرين (V1) و (VTT)، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، ورفض الفرضية البديلة H_1 ، فللمتغيرين (V1) و (VTT) غير مستقرين عند الفرق الأول عند مستوى معنوية 5% أيضا.
ما استوجب إعادة الاختبار مرة أخرى لدراسة استقراريهما عند الفرق الثاني، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-29): اختبار (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية عند الفرق الثاني

المتغيرات	الحالات الثلاث	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
V1	اتجاه عام	8,499394	3,959148	مستقرة
	اتجاه عام ويقاطع	8,147003	3,759743	مستقرة
	اتجاه عام ودون قاطع	8,795625	1,966270	مستقرة
VTT	اتجاه عام	7,367591	3,098896	مستقرة
	اتجاه عام ويقاطع	6,920087	3,791172	مستقرة
	اتجاه عام ودون قاطع	7,363751	1,968430	مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews 10**.

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ عدم وجود جذر الوحدة للمتغيرين (V1) و (VTT)، وعليه فإنه سيتم رفض فرضية العدم H_0 ، وقبول الفرضية البديلة H_1 ، فللمتغيرين (V1) و (VTT) مستقرين عند الفرق الثاني عند مستوى معنوية 5%، بمعنى أن السلسلة الزمنية للمتغيرين (V1) و (VTT) متكاملة من الدرجة الثانية (2).
1.



الفرع الثالث- تقدير وتقييم النماذج المفسرة للدراسة:

بعد تقدير النماذج المفسرة للدراسة سيتم تقييمها وفق ثلاثة معايير (03) تتمثل أساساً في المعايير الاقتصادية، والإحصائية، والقياسية، وقد تم الحصول على النتائج التالية:

أولاً- النموذج الأول [قياس تأثير قيمة الإصدارات (V1) على حجم التداول الكلي (VTT)]:

كانت نتائج تقدير النموذج الأول كالتالي (انظر الملحق رقم 06):

$D(VTT,2) = (3,34e+08) + 0,438358 D(V1,2)$			
	(0,612405)	(1,982487)	
F-statistic = 3,930254	Prob (F-statistic) = 0,067403		
Adjusted R ² = 0,163425	R ² = 0,219197	r = 0,4682	N = 16
Durbin-Watson stat = 1,456955			

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توجد علاقة طردية بين قيمة الإصدارات وحجم التداول الكلي، أي أنه كلما ارتفعت قيمة الإصدارات، ارتفع حجم التداول الكلي، وهذه النتيجة تتفق مع النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2 - اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

ويكون من خلال المراحل التالية:

أ- اختبار إحصائية t ستودنت (معنوية المعامل):

كانت نتائج اختبار معلمي النموذج B0 و B1 عند مستوى معنوية 5% كما يلي:

t₀ المحسوبة = 0,612405 وهي أصغر من t الجدولية = 2,120، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

Prob = 0,5501 < 0,05، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H0، ورفض الفرضية البديلة H1.

t₁ المحسوبة = 1,982487 وهي أصغر من t الجدولية = 2,120، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

Prob = 0,0674 < 0,05، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H0، ورفض الفرضية البديلة H1.

إذن فالنموذج ليس له معنوية إحصائية.

ب- اختبار إحصائية فيشر (المعنوية الكلي):

لقد كانت النتائج كالتالي:

F المحسوبة = 3,930254، وهي أصغر من F الجدولية = 4,60، وهذا ما تؤكدته القيمة الإحصائية لاحتمال

الخطأ حيث Prob = 0,067403 < 0,05، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H0، ورفض الفرضية

البديلة H1، بمعنى أن النموذج ليس له معنوية إحصائية، وقيمة الإصدارات (V1) ليس لها تأثير على حجم

التداول الكلي (VTT).



ج- اختبار جودة التوفيق R^2 والارتباط r :

كانت النتائج كما يلي:

معامل التحديد $R^2 = 0,219197$ ، هذا يعني أن 21,92% من التغيرات الاحتمالية الحاصلة في حجم التداول الكلي (VTT) سببها التغير الحاصل في قيمة الإصدارات (VI)، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات الأخرى غير المشمولة في المعادلة.

$r = 0,4682$ ، يعني أن قوة الارتباط بين قيمة الإصدارات (VI) وحجم التداول الكلي (VTT) جيدة تقدر بـ 46,82%.

3- اختبار النموذج من الناحية القياسية [إحصائية (Durbin - Watson)] :

يلاحظ أن قيمة (D.W) تساوي 1,456955، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (D.W)، تُستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى لـ d (d_U, d_L)، حيث أن:

n : (عدد المشاهدات) = 16.

K : (عدد المتغيرات المستقلة) = 1.

ومنه فإن: $d_U = 1,371$ ، $d_L = 1,106$.

وبلإعتماد على الشكل أدناه يمكن أن تستخرج نتيجة اختبار (D.W) كالتالي:

الشكل رقم (2-4): مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الأول

P>0	؟	P=0	P=0	؟	P<0
-----	---	-----	-----	---	-----

4 ارتباط ذاتي سالب $d_L - 4$ غير محدد $d_U - 4$ عدم وجود ارتباط 2 عدم وجود ارتباط d_U غير محدد d_L ارتباط ذاتي موجب 0

ومنه يلاحظ أن قيمة (D.W) تقع ضمن المجال $[2, d_U]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وهذا يدل على أن النموذج جيد.

ثانياً- النموذج الثاني [قياس تأثير القيمة الاسمية (V3) على حجم التداول الكلي (VTT)]:

كانت نتائج تقدير النموذج الثاني كالتالي (انظر الملحق رقم 07):

$D(VTT,2) = (3,70e+08) + 0,083269 V3$	
(0,566376)	(0,237243)
F-statistic = 0,056284	Prob (F-statistic) = 0,815905
Adjusted $R^2 = -0,067138$	$R^2 = 0,004004$ $r = 0,0633$ $N = 16$
Durbin-Watson stat = 1,633654	

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توجد علاقة طردية بين القيمة الاسمية وحجم التداول الكلي، أي أنه كلما ارتفعت القيمة الاسمية، ارتفع حجم التداول الكلي، وهذه النتيجة تتفق مع النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.



2- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

ويكون من خلال المراحل التالية:

أ- اختبار إحصائية ستودنت t (معنوية المعالم):

نتائج اختبار معلمتي النموذج B_0 و B_1 عند مستوى معنوية 5% كما يلي:

t_0 المحسوبة = 0,566376 ، وهي أصغر من t الجدولية = 2,120، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال

الخطأ $Prob = 0,5801 < 0,05$ ، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، ورفض الفرضية البديلة H_1 .

t_1 المحسوبة = 0,237243 ، وهي أصغر من t الجدولية = 2,120، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

$Prob = 0,8159 < 0,05$ ، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، ورفض الفرضية البديلة H_1 .

إذن فالنموذج ليس له معنوية إحصائية.

ب- اختبار إحصائية فيشر (المعنوية الكلية):

لقد كانت النتائج كالتالي:

F المحسوبة = 0,056284 ، وهي أصغر من F الجدولية = 4,60، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، و

رفض الفرضية البديلة H_1 ، بمعنى أن النموذج ليس له معنوية إحصائية، والقيمة الاسمية (V_3) لا تؤثر على حجم

التداول الكلي (VTT).

ج- اختبار جودة التوفيق R^2 والارتباط r :

كانت النتائج كما يلي:

معامل التحديد $R^2 = 0,004004$ ، هذا يعني أن 0,40 % من التغيرات الاحتمالية الحاصلة في حجم

التداول الكلي (VTT) سببها التغير الحاصل في القيمة الاسمية (V_3)، أي أنه لا يوجد أي تأثير لها.

$r = 0,0632$ ، يعني أن قوة الارتباط ضعيفة بين القيمة الاسمية (V_3) وحجم التداول الكلي (VTT) تقدر ب

06,32 %.

3- اختبار النموذج من الناحية القياسية (إحصائية (Durbin - Watson) (D.W):

يلاحظ أن قيمة (D.W) تساوي 1,633654، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (D.W)،

تستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى ل d (d_U, d_L)، حيث أن:

n : (عدد المشاهدات) = 16.

K : (عدد المتغيرات المستقلة) = 1.

ومنه فإن: $d_L = 1,106$ ، $d_U = 1,371$.

وبالاعتماد على الشكل أدناه يمكن أن تستخرج نتيجة اختبار (D.W) كالتالي:



الشكل رقم (2-5): مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الثاني

P>0	؟	P=0	P=0	؟	P<0
-----	---	-----	-----	---	-----

4 ارتباط ذاتي سالب $dL-4$ غير محدد $dU-4$ عدم وجود ارتباط 2 عدم وجود ارتباط dU غير محدد dL ارتباط ذاتي موجب 0

ومنه يلاحظ أن قيمة (D.W) تقع ضمن المجال $[2, dU]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وهذا

يدل على أن النموذج جيد.

ثالثاً- النموذج الثالث [قياس تأثير قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية ($V3, V1$) على حجم التداول الكلي (VTT)]:

كانت نتائج تقدير النموذج الثالث الخطي المتعدد كالتالي (انظر الملحق رقم 08):

$$D(VTT,2) = (1,65e+08) + 0,482797 D(V1,2) + 0,251663 V3$$

$$(0,277063) \quad (2,084546) \quad (0,773136)$$

$$F\text{-statistic} = 2,207533 \quad \text{Prob (F-statistic)} = 0,149492$$

$$\text{Adjusted } R^2 = 0,138677 \quad R^2 = 0,253520 \quad r = 0,5035 \quad N = 16$$

$$\text{Durbin-Watson stat} = 1,531362$$

1- اختبار النموذج من الناحية الاقتصادية:

توجد علاقة طردية بين قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية وحجم التداول الكلي، أي أنه كلما ارتفعت قيمة الإصدارات، ارتفع حجم التداول الكلي، وهذه النتيجة تتفق مع النظرية الاقتصادية، ومنه النموذج مقبول من الناحية الاقتصادية.

2- اختبار النموذج من الناحية الإحصائية:

ويكون من خلال المراحل التالية:

أ- اختبار إحصائية ستودنت t (معنوية المعالم):

نتائج اختبار معاملات النموذج $B0$ و $B1$ و $B2$ عند مستوى معنوية 5% كما يلي:

$t0$ المحسوبة = 0,277063 وهي أصغر من t الجدولية = 2,131، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

$\text{Prob} = 0,7861 < 0,05$ ، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم $H0$ ، ورفض الفرضية البديلة $H1$.

$t1$ المحسوبة = 2,084546 وهي أصغر من t الجدولية = 2,131، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

$\text{Prob} = 0,0574 < 0,05$ ، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم $H0$ ، ورفض الفرضية البديلة $H1$.

$t2$ المحسوبة = 0,773136، وهي أصغر من t الجدولية = 2,131، كما أن القيمة الإحصائية لاحتمال الخطأ

$\text{Prob} = 0,4533 < 0,05$ ، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم $H0$ ، ورفض الفرضية البديلة $H1$.

إذن فالنموذج ليس له معنوية إحصائية.

ب- اختبار إحصائية فيشر (المعنوية الكلية):

لقد كانت النتائج كالتالي:



F المحسوبة = 2,207533، وهي أصغر من F الجدولية = 4,67، وعليه فإنه سيتم قبول فرضية العدم H_0 ، ورفض الفرضية البديلة H_1 ، بمعنى أن النموذج ليس له معنوية إحصائية.

ج- اختبار جودة التوفيق R^2 والارتباط r :

كانت النتائج كما يلي:

معامل التحديد $R^2 = 0,253520$ ، هذا يعني أن 25,35% من التغيرات الاحتمالية الحاصلة في حجم التداول الكلي (VTT) سببها التغير الحاصل في قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية (V3, V1)، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات الأخرى غير المشمولة في المعادلة.

$r = 0,5035$ ، يعني أن قوة الارتباط بين قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية جيدة (V1) وحجم التداول الكلي (VTT) تقدر بـ 50,35%.

3- اختبار النموذج من الناحية القياسية (إحصائية (Durbin - Watson):

يلاحظ قيمة (D.W) حيث تساوي 1,531362، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (D.W)،

تستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى لـ d (d L, d U)، حيث أن:

$$n : \text{(عدد المشاهدات)} = 16.$$

$$K : \text{(عدد المتغيرات المستقلة)} = 2.$$

$$\text{ومنه فإن: } dL = 0,982, dU = 1,539.$$

وبالاعتماد على الشكل أدناه يمكن أن تستخرج نتيجة اختبار (D.W) كالتالي:

الشكل رقم (2-6): مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin - Watson) للنموذج الثالث

P>0	؟	P=0	P=0	؟	P<0
-----	---	-----	-----	---	-----

4 ارتباط ذاتي سالب -4 dL غير محدد -4 dU عدم وجود ارتباط 2 عدم وجود ارتباط dU غير محدد dL ارتباط ذاتي موجب 0

ومنه يلاحظ أن قيمة (D.W) تقع ضمن المجال [dL , dU]، أي أن الارتباط الذاتي للأخطاء غير محدد

وهذا يدل على أن التوزيع طردي.



4- التحقق من جودة النماذج:

حتى نستطيع الوثوق بنتيجة الانحدار للنماذج القياسية، وقدرتها التفسيرية للعلاقات التي تجمع بين متغيراتها، لابد من اختبار توفر شروط طريقة المربعات الصغرى العادية، وتم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم (2-30): اختبار جودة نماذج الانحدار

اختبار التوزيع الطبيعي		اختبار تجانس البواقي			اختبار الارتباط الذاتي للبواقي			البيان	
يتبع التوزيع الطبيعي	Prob	JB	ثبات التباين	prob	F	لا يوجد ارتباط ذاتي	Prob		F
	0,42816 0	1,6965 18		0,067 403	3,93025 4		0,0839	3,4618 97	النموذج الأول
	00	148,60 34		0,815 905	0,05628 4		0,8177	0,0551 43	النموذج الثاني
	0,00156 0	12,926 66		0,149 492	2,20753 3		0,1838	1,9353 41	النموذج الثالث

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

بعد إجراء قراءة للجدول أعلاه يتبين النتائج أن:

↳ البواقي في النماذج المقدرة تتصف بثبات التباين في النماذج الثلاث، وذلك بعد فحص صلاحية نماذج الانحدار الخطي؛

↳ نتائج اختبار خاصية التوزيع الطبيعي بناء على نتائج اختبار Jarque-Bera أشارت إلى أن بواقي النماذج المقدرة تتبع التوزيع الطبيعي في النموذجين الأول والثالث، ولا تتبع التوزيع الطبيعي في النموذج الثاني؛

↳ بواقي نماذج الدراسة تخلو من مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، حيث تشير نتائج اختبار (P. G) Breusch-Pagan-Godfrey أن احتمالية إحصائية F أقل من 5%، وهو ما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي والذي يؤثر وجوده على دقة المعاملات المقدرة وتحيزها.

المطلب الثالث- تحليل وتفسير (مناقشة) نتائج الدراسة:

يعد الاختبار التطبيقي لفرضيات الدراسة الحد الفاصل في قياس تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية.

الفرع الأول- تحليل نتائج الدراسة:

وضحت الدراسة من خلال تقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وتحليلها واختبار دلالتها ما

يلي:



أولاً- النموذج الأول:

من خلال اختبار النموذج الأول الذي يفسر العلاقة بين حجم التداول الكلي (VTT) وقيمة الإصدارات (V1)، تبين أن العلاقة بينهما علاقة طردية اقتصادية، وإحصائياً تبين أن قيمة الإصدارات تفسر 46,82% من التغير الذي يطرأ على حجم التداول الكلي، وهي نسبة معتبرة ومقبولة، ولكن (V1) ليس لها دلالة معنوية إحصائية، بمعنى أنه لا توجد علاقة بين قيمة الإصدارات وحجم التداول الكلي، وتبين عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ما يدل على أن النموذج جيد، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الأولى.

ثانياً- النموذج الثاني:

من خلال اختبار النموذج الثاني الذي يفسر العلاقة بين حجم التداول الكلي (VTT) والقيمة الاسمية (V3)، تبين أن العلاقة بينهما علاقة طردية اقتصادية، وإحصائياً تبين أن القيمة الاسمية تفسر فقط 06,33% من التغير الذي يطرأ على حجم التداول الكلي، فالارتباط بينهما ضعيف، لكن (V3) ليس لها دلالة معنوية إحصائية، بمعنى أنه لا توجد علاقة بين القيمة الاسمية وحجم التداول الكلي، ما يثبت صحة الفرضية الثانية، وتبين عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ما يدل على أن النموذج جيد، وتبين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

ثالثاً- النموذج الثالث:

من خلال اختبار النموذج الثالث، الذي يفسر العلاقة بين حجم التداول الكلي (VTT) وقيمة الإصدارات (V1) والقيمة الاسمية (V3)، تبين أن العلاقة بينها علاقة طردية اقتصادية، وإحصائياً تبين أن قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية تفسر 50,35% من التغير الذي يطرأ على حجم التداول الكلي، فالارتباط بينهما جيد ومقبول، لكن القيمة الاسمية (V3) ليس لها دلالة معنوية إحصائية، أما قيمة الإصدارات (V1) لها دلالة معنوية إحصائية، بمعنى أنه توجد علاقة بين قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية، وحجم التداول الكلي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة، و تبين عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وهذا يدل على أن النموذج جيد. فالنموذجين الأول والثاني غير معنويين إحصائياً، ولا يمكن الاعتماد على نتائجهما لتفسير التغير الذي يطرأ على حجم التداول الكلي (VTT).

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة الإصدارات (V1)، وحجم التداول الكلي (VTT)." .

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاسمية (V3)، وحجم التداول الكلي (VTT)." .

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين [قيمة الإصدارات (V1)، والقيمة الاسمية (V3)]، وحجم التداول الكلي (VTT)." .



الفرع الثاني - تفسير نتائج الدراسة:

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها، تبين أنه لا يوجد تأثير لقيمة الإصدارات (V1)، والقيمة الاسمية (V3) على حجم التداول الكلي (VTT) في سوق الخراطوم للأوراق المالية، وهذا راجع إلى أن السوق الثالث ينشط خارج السوق النظامي (السوق الموازي) وتغلب عليهما الشركات العائلية التي لا تريد فتح رأسمالها للاكتتاب حتى لا يكون هناك تدخل خارجي في إدارتها وتسييرها، ونظراً لما لهذا السوق من وزن في السوق الرسمي (سوق الخراطوم للأوراق المالية ككل)، فقد أثر عليه سلباً، حيث سحب منه حصة معتبرة لو أدرجت فيه لكان لها الأثر الإيجابي والكبير في التمويل.

بينما يتبين أن هناك تأثير جيد ل [قيمة الإصدارات (V1) والقيمة الاسمية (V3)] على حجم التداول الكلي (VTT) في سوق الخراطوم للأوراق المالية، ويفسر ذلك بأنه كلما ارتفعت قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية زاد حجم التداول الكلي، وذلك يدل على أن عدد المتعاملين في السوق كبير، وكذلك عدد الصفقات، فالسوق يتميز بنشاط، وحركية، وفعالية، مما يعني وجود علاقة قوية بين ما يتم إصداره في السوق الأولي والتعامل به (تداوله) في السوق الثالث، وما يتم تمويله من مشاريع عامة.

وعليه يتبين أن هناك علاقة مزدوجة بين ال سوق الأولي والثانوي، فكلما كان السوق الثانوي نشط زاد ذلك من أهمية السوق الأولي (سوق الإصدارات)، فكل منهما يغذي الآخر، فالسوق الثانوي يعتبر المصدر الأساسي لخلق وتوفير السيولة الدائمة والمستمرة للمتعاملين، وكل هذا يخدم ويدعم الدور الأساسي في خلق وتنشيط حركية سوق الخراطوم للأوراق المالية، وتفعيل دوره في التمويل بتكلفة أقل.

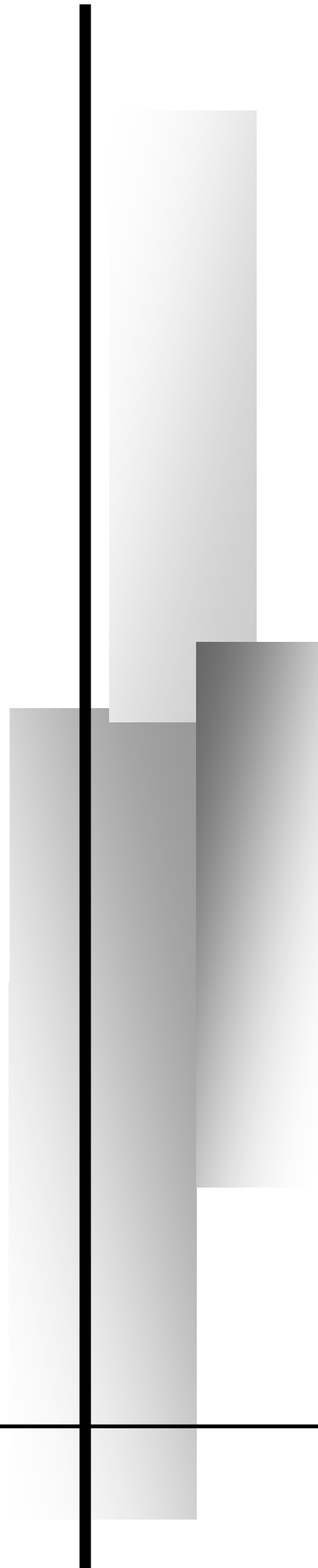


الخلاصة:

خُصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم اتخاذ سوق الخرطوم للأوراق المالية كعينة للدراسة، كونه السوق المالي الإسلامي العربي الوحيد الذي يتعامل وفق الشريعة الإسلامية كلياً، وقد تم التعريف بسوق الخرطوم للأوراق المالية والأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيه، كما تم قياس مؤشرات كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة [2000-2018]، إضافة إلى قياس تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة [2000-2017].

خلصت الدراسة إلى أن الأدوات المالية الإسلامية لها دور فعال وأثر كبير في تحسين كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية، وزيادة عدد المتعاملين فيه من خلال ارتفاع حجم التداول الكلي له، وزيادة عمقه واتساعه، وسرعة استجابته، وكذا دوره في تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة، وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية (مشاريع البنى التحتية للدولة).

الخاتمة العامة





الخاتمة العامة:

جاءت هذه الدراسة لتوضيح دور الأدوات المالية الإسلامية في تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية، فقد أسهم ظهور هذه الأسواق في تنويع مصادر التمويل للمستثمر بتكلفة أقل وبأرياحية أكثر، حيث توفر له إمكانية الحصول على رؤوس الأموال، وتوجيهها نحو الاستثمار الأمثل.

فن خلال التطرق في الفصل الأول للإطار النظري للسوق المالي الإسلامي الذي سمح بالخروج ببعض المفاهيم الأساسية الخاصة به، وبالذور الحيوي والفعال الذي يقوم به في خدمة التمويل والاستثمار في ظل توافر شروط معينة مرتبطة بالأوضاع السياسية والاجتماعية والقانونية والضريبية، والسياسة الاقتصادية والهيئة الشرعية، ووجود جهاز متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية وكوادر متخصصة، وأهم الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي من الأسهم والصكوك الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، التي تصدر من قبل الحكومات والشركات بأنواع معددة وفق ضوابط وآليات خاصة بها، مما ساهم في نموها وازدهارها، وتنشيط دورها في توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية، حيث لعبت الدور والأثر الإيجابي في تفعيل السوق المالي الإسلامي من حيث الأنواع المصدرة وحجم الإصدار.

أما الفصل الثاني المتمثل في الجانب التطبيقي للدراسة، والذي تم التطرق فيه لسوق الخرطوم للأوراق المالية كعينة لدراسة الحالة، حيث تم التعريف بسوق الخرطوم للأوراق المالية والأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيه، وكذا قياس مؤشرات كفاءته، وقياس تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيلها نتيجة لذلك تبين أن الأدوات المالية الإسلامية لها دور فعال وأثر كبير في تحسين كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية، وزيادة عدد المتعاملين فيه من خلال ارتفاع حجم التداول الكلي، وزيادة عمقه واتساعه، وسرعة استجابته، وكذا دوره في تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة، وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية (مشاريع البنى التحتية للدولة).

أولاً- نتائج اختبار الفرضيات:

الإجابة على فرضيات الدراسة تكون من خلال إسقاطها على سوق الخرطوم للأوراق المالية، وتطبيقها على الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيه، وتحديد دورها في تفعيله.

1- الفرضية الأولى:

تبين من الدراسة التطبيقية أن الأدوات المالية المتداولة في سوق الخرطوم للأوراق المالية كلها أدوات مالية إسلامية من الأسهم والصكوك (الشهادات) وصكوك الصناديق الاستثمارية، وبنى إصدارها وتداولها في جميع مراحلها على شروط وضوابط شرعية عامة وخاصة، تقرها اللجان الشرعية المعنية من قبل الجهة المصدرة، أي أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يقدم أدوات مالية إسلامية موافقة للشريعة الإسلامية، وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى.

2- الفرضية الثانية:

لكون النظام المالي السوداني يعمل وفق الشريعة الإسلامية كلياً، تمكن سوق الخرطوم للأوراق المالية من تحقيق تجربة رائدة ومميزة في مجال إصدار الصكوك الحكومية (السيادية)، ويستعملها بنك السودان المركزي حالياً لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي في إطار ما يُعرف بعمليات السوق المفتوحة للتحكم في عرض النقود، ولكي تتمكن الدولة من القيام بدورها التنموي تحتلج لأموال لتمويل عجز موازنتها، حيث استخدمت إصدار الصكوك التي تعتبر مشاركة للحكومة وليست تكلفة، في تنفيذ مشروعات بواسطة شركة السودان للخدمات المالية من دعم المشروعات الإستراتيجية (من خلال تمويل المدن السكنية، محطة مياه مطار الخرطوم الجديد، مشروعات إسكان الطلاب، تمويل شبكة تحلية المياه ببورتسودان، تجميع وكهربية مشاريع النيل الأزرق (الملاحة)، توريد أجهزة ومعدات للتدريب المهني،...) ، وتمويل مجال الصحة والتعليم العالي، ومجال المياه، فقد ساهمت صكوك الاستثمار الحكومية في تمويل مشروعات التنمية في مختلف القطاعات الاقتصادية والاجتماعية بمختلف ولايات السودان. وعليه فللصكوك الإسلامية السيادية تمثل الحل الأنسب للدولة في تمويل مشاريعها ومعالجة العجز في موازنتها العامة، وهذا يثبت صحة الفرضية الثانية.

3- الفرضية الثالثة:

إن مستوى أداء المشاركون في السوق يؤثر كثيراً في نشاط السوق ويعمل على توسيع أداء دوره في عموم الاقتصاد القومي، ورفع كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية يكون من خلال زيادة رسمته السوقية، فمن خلال مؤشرات قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية المتمثلة في مؤشرات قياس حجم السوق من معدل الرسملة السوقية، مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق ، وكذا مؤشرات قياس سيولة السوق من نسبة التداول، مؤشر الصفقات ، ومؤشر درجة تركيز السوق، تبين أن سوق الخرطوم للأوراق المالية يتميز بفعالية عادية (ضعف الأداء)، وهذا يخفي صحة الفرضية الثالثة.

ثانياً- نتائج الدراسة:

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تلخص فيما يلي:

1- نتائج الجانب النظري:

- ✓ يعتبر السوق المالي من المصادر المهمة والحיוية في تمويل مختلف القطاعات؛
- ✓ السوق المالي الإسلامي هو السوق الأم لكافة الأسواق، يتمثل دوره في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم رغبة في الاستثمار؛
- ✓ يقوم السوق المالي الإسلامي بجز حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار في ظل توافر شروط معينة؛
- ✓ تتمثل أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي في الأسهم والصكوك الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛



✓ تصدر الأسهم والصكوك الإسلامية من قبل الحكومات والشركات لأنواع معددة وفق ضوابط وآليات خاصة بها؛

✓ دور الأسهم والصكوك الإسلامية في توفير الأموال اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية؛

✓ نقاهم الأسهم والصكوك الإسلامية في نمو وازدهار، وتنشيط السوق المالي الإسلامي، وتلعب الدور الأساسي والأثر الإيجابي في تفعيلهم من حيث الأنواع المصدرة وحجم الإصدار.

2- نتائج الجانب التطبيقي:

✓ يشهد سوق الخرطوم للأوراق المالية منذ نشأته زيادة في حجم التداول، وعدد الشركات المدرجة مما أدى إلى توسع السوق؛

✓ السوق الثانوي بسوق الخرطوم للأوراق المالية يوفر المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين البائعين والمشتريين؛

✓ يقوم سوق الخرطوم للأوراق المالية بدور تنموي من خلال تشجيع الاستثمار بتوفير أدوات استثمارية إسلامية متوسطة وطويلة الأجل؛

✓ يعد سوق الخرطوم للأوراق المالية الملكية الجماعية للشركات مما يحفز على زيادة الإنتاج، وتحقيق التنمية الاقتصادية في البلاد؛

✓ يعمل سوق الخرطوم للأوراق المالية على توظيف المدخرات في مشاريع تنموية ورجحية؛

✓ تتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية أسهم شركات المساهمة العامة و الصكوك؛

✓ إصدار الصكوك يساهم في تغطية نفقات التنمية التي تحتاجها لإن شاء مشروعات تنموية تعود بالنفع على المجتمع و تحقق أرباح للدولة وحملة الصكوك؛

✓ تمثل الصكوك الإسلامية السيادية الحل الأنسب للدولة في تمويل مشاريعها ومعالجة العجز في موازنتها العامة، كونها تتميز بالمصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، خاصة في ظل نجاح هذه التجربة في كثير من البلدان؛

✓ تعتبر تجربة إصدار الصكوك الإسلامية في السودان تجربة رائدة ومتميزة، خاصة في مجال صناعة الصكوك السيادية؛

✓ تعتبر الصكوك الإسلامية السيادية البديل الإسلامي للسندات فهي تلبي احتياجات الدولة في تمويل

مشاريع البنية التحتية والتنموية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛

✓ الصكوك الإسلامية السيادية في سوق الخرطوم للأوراق المالية أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة داخل الجهاز المصرفي؛

✓ يهدف إصدار الصكوك الإسلامية السيادية في سوق الخرطوم للأوراق المالية إلى تعبئة الموارد لتمويل عجز الموازنة العامة وتمويل الأصول والمشروعات الحكومية؛ أداة مستوفية للمتطلبات الشرعية تصلح لإدارة السيولة

داخل الجهاز المصرفي؛

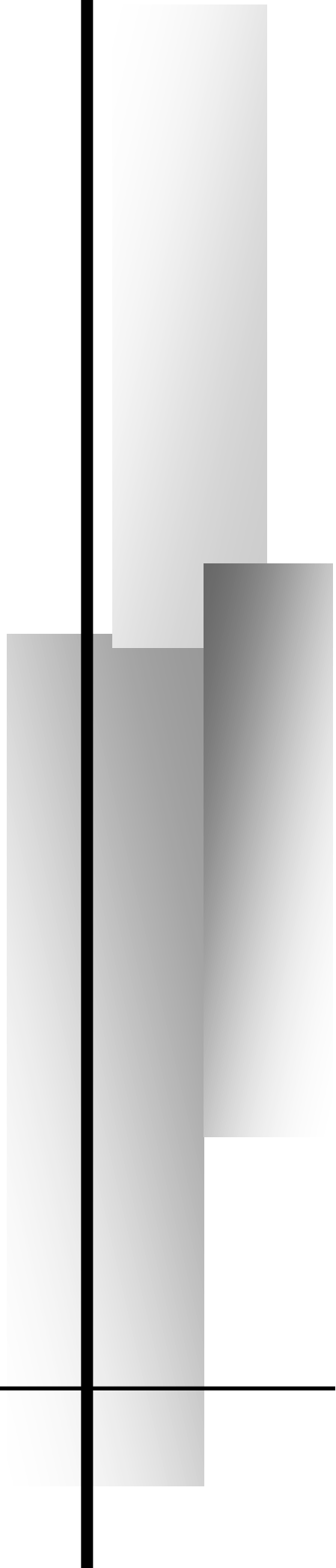
- ✓ تعتبر الصكوك الإسلامية السيادية في سوق الخرطوم للأوراق المالية بوابة الخروج من الأزمة الاقتصادية وطوق نجاة لتوفير السيولة اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية والتنمية؛
- ✓ زيادة الحاجة لرأس المال الكثيف لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات الطاقة والبتروول والغاز الطبيعي، ومشروعات التشييد والاعمار العقاري الكبرى أدى إلى إصدار سوق الخرطوم للأوراق المالية لصكوك جديدة (خاصة صكوك الإجارة) منها شهادات إجارة أصول برج وزارة المالية والاقتصاد الوطني (برج)؛
- ✓ رسملة سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال فترة الدراسة أثبتت ضعف مقدرة السوق على تعبئة المدخرات؛
- ✓ إصدار الصكوك يساهم في تغطية نفقات التنمية التي تحتاجها لإنشاء مشروعات تنموية تعود بالنفع على المجتمع و تحقق أرباح للدولة وحملة الصكوك؛
- تمثل الصكوك الإسلامية السيادية الحل الأنسب للدولة في تمويل مشاريعها ومعالجة العجز في موازنتها العامة، كونها تتميز بالمصدقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، خاصة في ظل نجاح هذه التجربة في كثير من البلد ان؛ إبراز وتوضيح تأثير الأدوات المالية على السوق المالي السوداني خاصة
- ✓ معامل الارتباط مقبول في النموذجين الأول والثالث حيث كان على التوالي : 46,82%، 50,35%، مما يدل على تأثير قيمة الإصدارات وكذا تأثير (قيمة الإصدارات والقيمة الاسمية) على حجم التداول الكلي، وبالتالي زيادة نشاط وفعالية سوق الخرطوم للأوراق المالية.

ثالثاً- الاقتراحات:

- ✓ الاستمرار في نشر ثقافة الصكوك الإسلامية السيادية في أوساط المجتمعات وبيئات الأعمال كونها من الأدوات المالية الهامة في تقديم الحلول المبتكرة للدول كافة من أجل تمويل التنمية فيها من جهة، ومواجهة عجز الموازنات بحشد وتوظيف الموارد المالية من جهة أخرى؛
- ✓ ضرورة توفير البيئة التشريعية المناسبة للصكوك السيادية، لكي تساعد الحكومة في تمويل المشاريع العامة من جهة، ومعالجة العجز في الموازنة العامة من جهة أخرى؛
- ✓ حث البنوك الإسلامية على استحداث أو عية إيداعية متوسطة وطويلة الأجل لتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع العامة؛
- ✓ تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات؛
- ✓ استخدام التقنيات الحديثة التي تعمل على تطوير سوق الخرطوم للأوراق المالية ليرتقي إلى العالمية؛
- ✓ رفع كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية من خلال زيادة رسملته السوقية؛
- ✓ تطوير الأدوات المالية الإسلامية في سوق الخرطوم للأوراق المالية التي تشجع على الاستثمار لإحداث التنمية؛
- ✓ التوسع في تمويل المشروعات التنموية التي تلائم القطاعات الاقتصادية ذات النفع للحكومة والأفراد.

قائمة المصادر

والمراجع





قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية:

أولاً- الآيات القرآنية:

📖 سورة البقرة ، الآية رقم 275، الآية 282.

📖 سورة القصص، الآيتين 26-27.

📖 سورة النساء، الآية 29.

📖 سورة ص ، الآية 24 .

ثانياً- الكتب:

📖 أبو بكر أحمد بن الحسين بن علي، رواه البيهقي، السنن الصغرى، تحقيق خليل مأمون شيخا، ج1 ، دار

المعرفة، بيروت، 1999.

📖 أبي عبد الله محمد بن إسماعيل البخاري، صحيح البخاري، دار ابن كثير، الحديث رقم 2240 ، دمشق،

2002.

📖 أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، إربد، الأردن، 2008.

📖 أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي ، دار ابن الجوزي للنشر

والتوزيع، الرياض ، ط2، 1426 هـ-2005م.

📖 أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية : مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة وإستراتيجية

مواجهتها، عالم الكتب الحديث، جدارا للكتاب العالمي للنشر، عمان، الأردن، 2008.

📖 أحمد شعبان محمد علي، الصكوك ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية: مفهوما، أنواعها، آليات

التعامل بها، الرقابة عليها، المخاطر وعلاجها، دورها التنموي، سبل تحقيقها، دار التعليم الجامعي للطباعة

والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014.

📖 أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي،

الإسكندرية، ط1، 2006.

📖 أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر

والتوزيع والطباعة، عمان، ط1، 2004.

📖 أشرف محمد دوابة، الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، ط1، 2009.

📖 أشرف محمد دوابة، نحو سوق مالية إسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة،

مصر، 2006.



قائمة المصادر والمراجع



- أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة (المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية و الأمريكية-)، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- جلال جويدة القصاص، سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2018.
- حدة رايس، دور البنك المركزي في إعادة تجديد السيولة في البنوك الإسلامية، دار إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009.
- حسن حمدي، دليلك في البورصات والاستثمار، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006.
- حسين الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، [د، م]، ط3، 2000.
- حسين حسين شحاتة وعطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية: البورصة، دار الطباعة والنشر الإسلامية، مصر، 2001.
- حسيني بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية: أدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع،
- زيد جلال الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية لاقتصادية، دار الثقافة، عمان، 2012.
- سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010.
- سعد الدين محمد الكبي، المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام، المكتب الإسلامي، لبنان، 2002.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهار، القاهرة، ط1، 1996.
- سيد سالم عرفة، إدارة مخاطر الاستثمار، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، 2002.



قائمة المصادر والمراجع



- ﴿ صبرينة كردودي، تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد الإسلامي: دراسة تحليلية مقارنة، دار الخلدونية، القبة القديمة، الجزائر، 2007. ﴾
- ﴿ ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003. ﴾
- ﴿ طارق الله خان وأحمد حبيب، إدارة المخاطر - تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية-، ترجمة: عثمان بابكر أحمد، مراجعة: رضا سعد الله، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، السعودية، ط1، 2003. ﴾
- ﴿ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006. ﴾
- ﴿ عبد الرزاق بني هاني، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2014. ﴾
- ﴿ عبد الفضيل محمد أحمد، الشركات، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، 2011. ﴾
- ﴿ عزيزة بن سميئة، البورصة والأسواق المالية دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2018. ﴾
- ﴿ عمان، 2011. ﴾
- ﴿ عمر يوسف عبد الله عبابنة، الأزمة المالية المعاصرة تقدير اقتصادي إسلامي، عالم الكتب الحديث، الأردن، ط1، 2011. ﴾
- ﴿ فتحي سليم وزياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2002. ﴾
- ﴿ قيصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2006. ﴾
- ﴿ كريما سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2009. ﴾
- ﴿ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء 1، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، ط1، 2005. ﴾
- ﴿ محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة: سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة الجزائر، ج 3، ط1، 2002. ﴾
- ﴿ محمد البناء، أسواق النقد والمال، زهراء للنشر، مصر، 1996. ﴾
- ﴿ محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006. ﴾



قائمة المصادر والمراجع



- محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، ترجمة: عمر سعيد الأيوبي، أكاديمية أنترناشيونال، مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، بيروت، 2009.
- محمد سعد عامر، الأصول الشرعية في الاقتصاد الإسلامي : العدالة الاجتماعية في الاقتصاد الإسلامي، الصيرفة الإسلامية، أثر تحرير الخدمات المصرفية على المصارف الإسلامية، الاستخلاف كمدخل لمنهج الفكر الاقتصادي وملكية وسائل الإنتاج، الصكوك الإسلامية في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2018.
- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2004.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2003.
- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2009.
- محمد عبد العزيز عجمية وحسن زيد، الإجارة بين الفقه الإسلامي والتطبيق المعاصر، مكتبة المعهد، القاهرة، 1996.
- محمد عبد الفتاح النشار، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية : رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق راس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
- محمد عثمان بشير، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، ط6، 2008.
- محمد نضال الشعار، تساؤلات اقتصادية، حلب، ط4، 2009.
- محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاصات المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004.
- محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 2010.
- محمود حسين الوادي وحسين محمد سمحان، المصارف الإسلامية: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، دار المسيرة، ط4، الأردن، 2012.



قائمة المصادر والمراجع



- 📖 محمود عبد الكريم أحمد أرشيد، الشامل في معاملات وعمليات المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2001.
- 📖 محمود محمد حمودة ومصطفى حسين، المعاملات المالية في الإسلام، مؤسسة الوراق، عمان، ط2، 1999.
- 📖 مصطفى أحمد الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته في الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، مكتبة الملك فهد الوطنية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1999.
- 📖 معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 📖 منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 📖 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 📖 ناصر الغريب، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبو لؤلؤ، القاهرة.
- 📖 نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2014.
- 📖 وهبة بن مصطفى الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، سوريا، [د، ت].
- 📖 يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
- 📖 يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.

ثالثا- الرسائل العلمية:

- 📖 أحمد أسعد أحمد المسعودي، متطلبات إنشاء سوق مالية إسلامية في ليبيا: دراسة ميدانية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص تمويل ومصارف، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2009.
- 📖 أحمد سليمان محمود خصاونة، أثر العولمة على المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي جامعة اليرموك، إربد، 2006.
- 📖 أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، تخصص الدراسات الإسلامية، بيروت، 2009.
- 📖 احمد بزيرية، دراسة تحليلية لدور الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة في تحفيز النمو الصناعي (دراسة تقييمية مقارنة)، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014.
- 📖 الجيلاني عجة، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في قانون الأعمال، معهد الحقوق والعلوم الإدارية بن عكنون، الجزائر، 1995-1996.

- كـ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، تخصص تمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
- كـ ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها: دراسة تقييمية لحالة الصكوك الحكومية السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة 2005-2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2012.
- كـ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- كـ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية-، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2006-2007.
- كـ زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك الإسلامي ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2008.
- كـ سعود بن ملوح العنزي، الصكوك الإسلامية، ضوابطها، وتطبيقاتها المعاصرة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2010.
- كـ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من الأسواق راس المال العربية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.
- كـ سوريا، 2016.
- كـ عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- كـ عبد الفتاح محمد صالح، التأمين من منظور إسلامي التأصيل للتكافل وإعادة التكافل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، كلية الدراسات الإسلامية، مكتب القاهرة، قسم الاقتصاد الإسلامي، 2014.



قائمة المصادر والمراجع



- كع عبد الله علي، محددات إصدار الصكوك الاستثمارية الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998-2011، أطروحة دكتوراه، كلية الدراسات العليا، تخصص إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، 2012.
- كع محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2007-2008.
- كع محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2012-2013.
- كع مطلق جاسر مطلق الجاسر، صكوك الإجارة وأحكامها في الفقه الإسلامي: دراسة مقارنة بالاقتصاد الإسلامي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، قسم الشريعة الإسلامية، جامعة القاهرة، 2008.
- كع معتز بالله محمد ميدو، أثار تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في المصارف والتأمين، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2016.
- كع نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- رابعاً- المؤتمرات و الملتقيات والندوات:
- كع أحمد عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.
- كع بدر الدين برحالية، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013.
- كع بلقاسم زايري ومهدي ميلود، موقف الاقتصاد الإسلامي من أزمة النظام المالي العالمي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009.
- كع بن ثابت علي وفتني مايا، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، التجربة السودانية والأردنية في التمويل بالصكوك الإسلامية والدروس المستفادة - الجزائر نموذجاً-، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - عنابة.



قائمة المصادر والمراجع



- جاسم علي سالم الشامي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية الإسلامية بين الأمل والواقع ، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، أيام 15-17 ماي 2005.
- حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي : ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة التنمية من منظور إسلامي، الأردن، 1991.
- حمزة بن الحسين الفهر الشريف، ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، يومي 24-25 ماي 2010.
- خالد محمود الزهار ورامي صالح عبدة، نحو أسواق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، يومي 08-09 ماي 2005.
- خير الدين معطى الله ورفيق شرياق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 قلماة، يومي 03-04 ديسمبر 2012 .
- رابح خوني ورقية حساني، واقع الهندسة الإسلامية وسبل النهوض بها في ظل النظام المالي العالمي الحالي، ورقة مقدمة للملتقى الوطني: أداة سعر الفائدة وأثرها على الأزمات الاقتصادية، جامعة 20 أوت، سكيكدة، يومي 09-10 ماي 2011 .
- رياض منصور لخليفي، هيئات الفتوى والرقابة الشرعية في المؤسسات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، أيام 15-17 ماي 2005.
- زياد جلال الدماغ، دور الصكوك الإسلامية في دعم قطاع الوقف الإسلامي، بحث مقدم للمؤتمر العالمي: قوانين الأوقاف وإدارتها-وقائع وتطلعات-، الجامعة الإسلامية العالمية، ماليزيا، أيام 20-22 أكتوبر 2009.
- سامي بن إبراهيم السويلم، ضوابط التحوط في المعاملات المالية، الندوة العلمية حول التحوط في المعاملات المالية، الضوابط والأحكام، مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة التعاون الإسلامي مع منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، يومي 26-27 أبريل 2016.
- سامي بن إبراهيم السويلم، قواعد الذرائع في المعاملات المالية، مؤتمر الشورى الفقهي الخامس، الكويت، 16-17 ديسمبر 2013.



قائمة المصادر والمراجع



- سعد بن تركي الخثلان، **الأسهم الجائزة والمحظورة**، بحث مقدم للمؤتمر السنوي الخامس عشر حول أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، 2007.
- سليمان ناصر، **صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة، يومي 27 - 28 فيفري 2011.
- صباح شنايت، **المصارف الإسلامية وتحديثات العولمة المالية**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009.
- صفية أحمد أبو بكر، **الصكوك الإسلامية**، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 03 جوان 2009.
- عبد الباري مشعل، **مبادئ وضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية**، ندوة حول تكوين محفظة الأوراق المالية الإسلامية الفعالة، تنظيم شركة الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، 17 سبتمبر 2006.
- عبد الرزاق خليل وعادل عاشور، **دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات : دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2002.
- عبد الستار أبو غدة، **صناديق الاستثمار دراسة فقهية تأصيلية موسعة**، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم واقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مج 2، 2005.
- عبد القادر خداوي مصطفى ومحمد بزيرية، **الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية**، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي - خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009.
- عبد القادر شاشي، **العقود الإسلامية الممكنة لتمويل الزراعة**، بحث مقدم لمؤتمر هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البحرين، 08 ماي 2012.
- عبد القادر لحول، **دور الصيرفة الإسلامية والسوق المالية الإسلامية في الحد من أثار تدويل الخطر المالي على الأنظمة المالية العربية**، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري، 2011.



قائمة المصادر والمراجع



- عبد الكريم شوكمال وسليم إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع... و رهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- عبد الكريم قندوز وأحمد مداني، الأزمة المالية الراهنة واستراتيجيات المنتجات المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية- النموذج المصرفي الإسلامي نموذجاً-، المرکز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009، ص.07.
- عبد الله إبراهيمي، الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي، اليوم الدراسي حول التمويل الإسلامي : واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 09 ديسمبر 2010.
- عبد الملك منصور المصعبي، العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة، بحث مقدم لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي إلى 03 جوان 2009.
- عجيل جاسم النشمي، التوريق والتصريك وتطبيقاتهما، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009.
- علاء الدين الرقاني، السوق ومكانتها في الإسلام، بحث مقدم لليوم الدراسي: تحديد الأسعار والأرباح في الفقه الإسلامي، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، الثلاثاء 08/08/2006.
- علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحديات، ترمية، ممارسات دولية، عمان، يومي 18-19 جويلية 2010.
- علي بن الضب، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي الواقع... و رهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، 23-24 فيفري 2011.
- علي معبد الجارحي وعبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل، 2009.
- فتح الرحمان علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية 2008.
- كمال توفيق حطاب، الصكوك الإسلامية والتحديات المعاصرة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، أيام 31 ماي-03 جوان 2009.



قائمة المصادر والمراجع



- محمد تقي العثماني، الصكوك كأداة لإدارة السيولة، بحث مقدم للندوة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، مكة المكرمة، 25-29 ديسمبر 2010.
- محمد زياد سلامة البخيت، السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع حول الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الإدارية، إربد-جامعة الكويت، يومي 15-16 ديسمبر 2010.
- محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول لأسهم والحصص والصكوك، ورقة بحث مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، أيام 26-30 أبريل 2009.
- محمد عدنان بن الضيف وبيع مسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- محمد علي القرني، كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، يومي 27-28 ماي 2008.
- محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 01، العدد 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993.
- مصطفى طويطي ويوسف شرع، صيغ التمويل الاستثماري في الاقتصاد الإسلامي وضوابطه : ورقة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
- منيرة بلس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، ورقة مقدمة للملتقى الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالتعاون مع مخبر الشراكة والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفضاء الأورو مغاربي، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- نعيمة برودي، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2013.
- نوري منيو ونعيمة با رك، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية وأهميتها في تحدي الأزمات المالية، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة، يومي 05-06 ماي 2009.

- هشام جبر، **صناديق الاستثمار الإسلامية**: بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول حول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 31 ماي 2005.
- هند يوسف سليمان أبو قرون، **دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في التمتع الاقتصادية في السودان للفترة [1998-2017]**، المؤتمر العلمي العالمي الرابع، دور الاقتصاد الإسلامي في بناء اقتصاديات الدولة، جامعة أم درمان الإسلامية، يومي الثلاثاء والأربعاء 06-07 نوفمبر 2018.
- خامسا- المجالات و الدراسات:**
- إبراهيم سامي السويلم، **صناعة الهندسة الإسلامية: نظرات في المنهج الإسلامي**، مركز البحوث ، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004.
- باسل يوسف محمد الشاعر وهيام محمد عبد القادر الزيدانيين، **الأحكام والضوابط الشرعية لتداول الصكوك الاستثمارية الإسلامية**، دراسات علوم الشريعة والقانون، المجلد 43 ، الملحق 3 ، 2016.
- حسان خضر، **تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية**، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 27 مارس 2004.
- حسين الأمين، **المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، [د، م]، ط 3 ، 2000.
- حسين حسين شحاته وعصام أبو النصر، **الضوابط الشرعية للتعامل مع السماسرة العالميين في أسواق الأوراق المالية**، سلسلة بحوث ودراسات في الاقتصاد الإسلامي، دار المشورة.
- حفوظة الأمير عبد القادر، زيبيدي البشير، **استفادة الجزائر من تجربة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل التنمية الاقتصادية - تجرّبي السودان وماليزيا نموذجا-** ، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة المسيلة، العدد 4، 2017.
- سليمان ناصر و ربيعة بن زيد، **إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية**، دراسات اقتصادية إسلامية المجلد 02 ، العدد 1 .
- سليمان ناصر، **تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية: دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية** ، سلسلة بحوث منهجية مختارة، نشر جمعية التراث، القرارة- غرداية ، ط 1، 2002.
- سمير عبد الحميد رضوان، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية-** ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهار، القاهرة، ط 1، 1996.
- علي بوعبد الله، **تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا**، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 14، جامعة المسيلة، 2015.



قائمة المصادر والمراجع



- ✎ علي محي الدين القرة داغي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، الدورة 07، العدد 07، الجزء 01، 1992.
- ✎ علي محي الدين القرة داغي، مدى قدرة المنتجات المالية الإسلامية في الاستجابة لمتطلبات السوق والتحديات المستقبلية أمام التطور والابتكار، دراسة فقهية اقتصادية، دراسة منشورة على موقع الاقتصاد والتمويل الإسلامي، 1990.
- ✎ فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، العدد 26، بنك السودان المركزي، 2002، متاح على الموقع : 738 <http://www.cbos.gov.sd/node/>
- ✎ كمال كحيل، عقد المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، العدد السادس، ماي 2005.
- ✎ مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد الثامن، ج 2.
- ✎ محسن أبو عوض، الصكوك الإسلامية ومخاطرها، مجلة الدراسات المالية والمصرفية الصادرة عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، مركز البحوث المالية والمصرفية، بنك فيصل الإسلامي السوداني، السنة الإحدى والعشرون، المجلد الحادي والعشرون، العدد الأول، جانفي 2013.
- ✎ محمد علي القرني، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 01، العدد 01، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993.
- ✎ مراد كريفار ومحمد لكحل، واقع المنتجات المالية الإسلامية ومناهج ومتطلبات تطويرها، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 53، أكتوبر 2016.
- ✎ مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- ✎ مفتاح صالح و معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010.
- ✎ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية (البحرين)، مجلة الباحث، العدد 9، جامعة ورقلة، 2011.
- سادسا- الهيئات والقرارات:
- ✎ عبد الستار أبو غدة، قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق من منظمة المؤتمر الإسلامي.
 - ✎ قرارات مجمع الفقه الإسلامي، 1985.
 - ✎ قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي المنبثق عن المنظمة الإسلامية، القرار رقم 52 (6/3)، الدورة السادسة، جدة، مارس 1990.



قائمة المصادر والمراجع



- ❖ مركز الرصد والتواصل المالي الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
 - ❖ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار رقم 17، البحرين، 2007.
 - ❖ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2011.
- سابعاً- مواقع الأنترنت:

بنك السودان المركزي ، التقرير السنوي السابع والخمسون للعام 2017، ص.59. ، متاح على الموقع:

<https://cbos.gov.sd/ar/publicationtype/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%82%D8%B1%D9%8A%D8%B1-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%86%D9%88%D9%8A>

الجهاز المركزي للإحصاء، مؤشرات اقتصادية، متاح على الموقع:

<http://cbs.gov.sd/resources/uploads/files/pdf/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1%D8%A7%D8%AA%20%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF%D9%8A%D8%A9.pdf> .

السودان اليوم، متاح على الموقع:

<https://alsudanalyoum.com/sudan-news/economy/800>

سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث والعشرون 2017 م، متاح على الموقع:

<http://www.kse.com.sd>.

سوق الخرطوم للأوراق المالية، دليل البورصة 2018، متاح على الموقع:

<http://www.kse.com.sd>.

سوق الخرطوم للأوراق المالية، مجلة البورصة، 2014، متاح على الموقع:

<http://www.kse.sd/UserFiles/File/magazine.pdf>

فتح الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة

المصرفي، العدد 26 ، بنك السودان المركزي، 2002، 738، متاح على الموقع:

<http://www.cbos.gov.sd/node/>.

المجلس الوطني تشريع، قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية لسنة 2016م، دورة الانعقاد الثالث، المادة

06، متاح على الموقع:

<http://tpsudan.gov.sd/resources/uploads/files/files2/laws2016.pdf>

نحو اقتصاد فقهي حول النقود والأسواق المالية، ملتقى البحث العلمي ، دراسة منشورة على موقع

الاقتصاد والتمويل الإسلامي، متاح على الموقع:

<https://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/04.pdf>



II- المراجع باللغة الأجنبية :

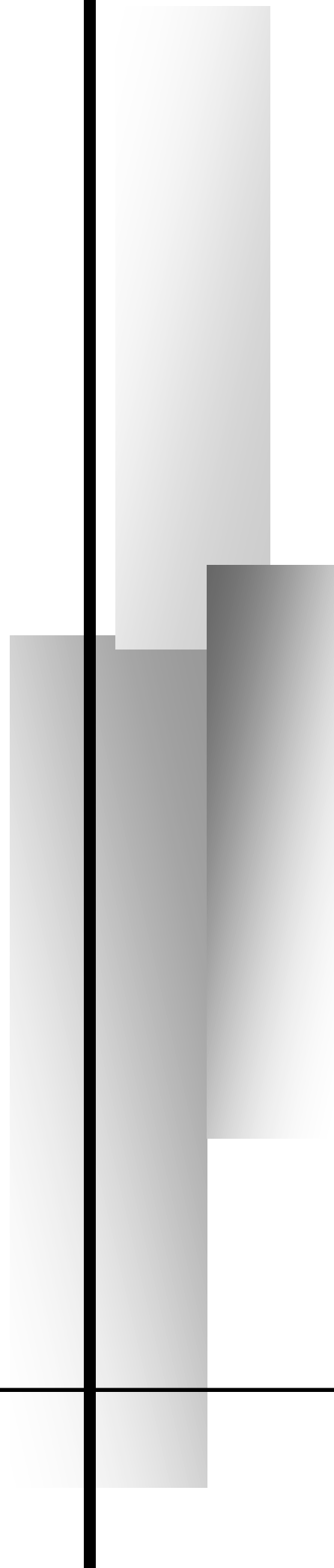
أولاً- الكتب:

- 📖 Ibrahim Warde, **Islamic Finance in the Global Economy**, Reduood Books, Great Britain, 2000.
- 📖 Khedhiri Sami, **cours d'introduction à l'économétrie**, office des publications universitaires, Tunis, 2005.
- 📖 Régis Bourbonnais, **économétrie**, Dunod, Paris, 9ème édition, 2015.
- 📖 Zawya , **Sukuk Preceptions and forecast study** ,Dubai,2014.

ثانياً- مواقع الأنترنت:

- 📖 Ahmed Ibrahim , **Applied shari'ah in Financial transactions**.
- 📖 Muhammad Ayub "**Securitization Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions**", p:353, consulté: www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf.
- 📖 Monzer kahf , **The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap**", Islami Economic Studies, IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah, Vol: 4, No:2, May1997.

قائمة الملاحق



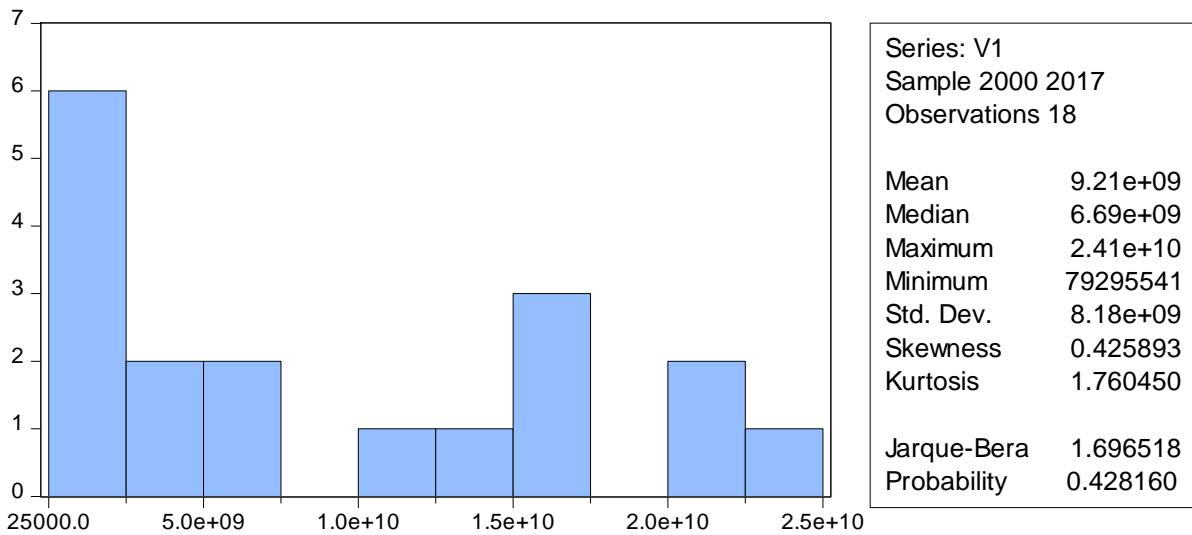
قائمة الملاحق

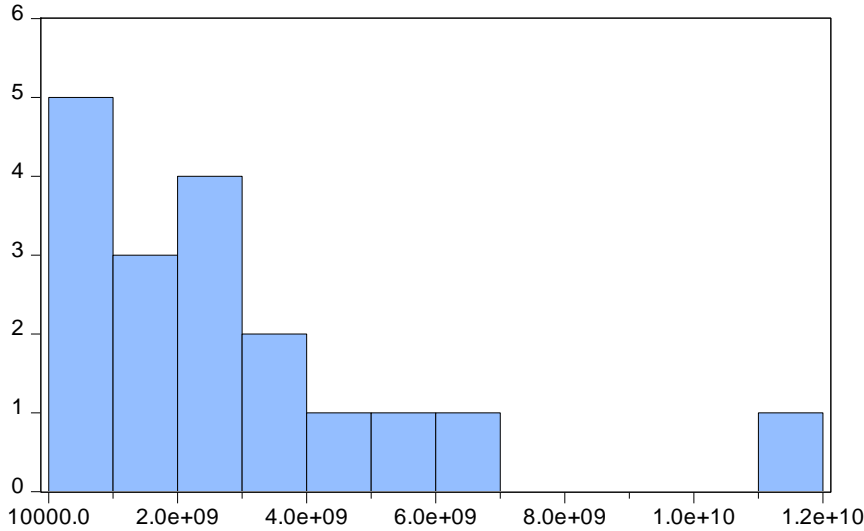
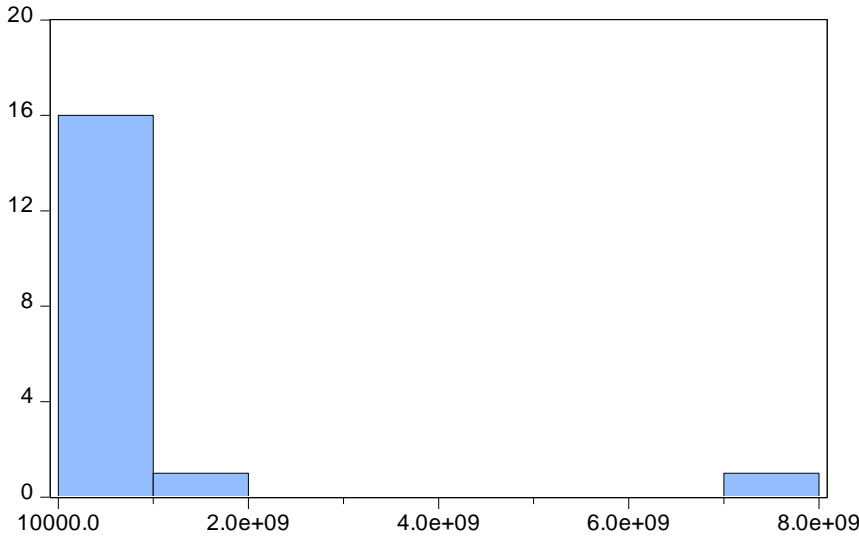
الملحق رقم 01: تطور متغيرات الدراسة في سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة [2000]2017 -

البيان	V1 (قيمة الإصدارات)	V3 (القيمة السوقية)	VTT (حجم التداول الكلي)
2000	98.616.872	1.545.879,83	59.143.507,63
2001	79.295.541	20.144.734,17	168.367.478,24
2002	880.000.00	2.778.144,45	249.055.364,92
2003	1.260.000.000	10.536.064,26	244.104.011,43
2004	2.170.000.000	9.872.304,50	447.722.927,14
2005	1.049.466.651	33.080.340	1.216.833.003,09
2006	4.130.000.000	92.742.292	2.068.054.021,24
2007	4.225.345.625	4.971.638	1.799.635.684
2008	5.887.484.225	18.449.709	1.879.185.954,92
2009	7.498.649.587	4.465.403	2.246.552.029,3
2010	11.578.950.167,9	6.649,60	2.422.315.001,94
2011	13.232.042.415	147.201.836	2.562.626.975
2012	15.284.968.555	107.928.150	3.073.607.167
2013	15.171.000.000	7.293.785.384	3.885.405.658
2014	16.920.308.807	13.501.086	5.762.717.820
2015	21.282.871.692	513.884.740	6.250.361.501
2016	20.883.788.529	898.793.163	4.364.326.340
2017	24.109.464.607	1.021.411.822	11.236.889.608

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على سوق الخرطوم للأوراق المالية، التقارير السنوية للفترة [2008-2017]، مرجع سبق ذكره .

الملحق رقم 02: نتائج العرض الوصفي لبيانات متغيرات الدراسة





الملحق رقم 03: نتائج اختبار استقرارية قيمة الإصدارات (V1) عند الفرق الثاني

Null Hypothesis: D(V1,2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.499394	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(V1,3)
 Method: Least Squares
 Date: 06/20/19 Time: 20:50
 Sample (adjusted): 2003 2017



قائمة الملاحق



Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V1(-1),2)	-1.764026	0.207547	-8.499394	0.0000
C	1.42E+08	4.91E+08	0.289621	0.7767
R-squared	0.847489	Mean dependent var		1.87E+08
Adjusted R-squared	0.835757	S.D. dependent var		4.70E+09
S.E. of regression	1.90E+09	Akaike info criterion		45.69494
Sum squared resid	4.71E+19	Schwarz criterion		45.78935
Log likelihood	-340.7120	Hannan-Quinn criter.		45.69393
F-statistic	72.23969	Durbin-Watson stat		2.466318
Prob(F-statistic)	0.000001			

Null Hypothesis: D(V1,2) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.147003	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.728363	
5% level	-3.759743	
10% level	-3.324976	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(V1,3)
 Method: Least Squares
 Date: 06/20/19 Time: 20:51
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V1(-1),2)	-1.774807	0.217848	-8.147003	0.0000
C	5.18E+08	1.30E+09	0.399090	0.6968
@TREND("2000")	-37561000	1.19E+08	-0.314644	0.7584
R-squared	0.848737	Mean dependent var		1.87E+08
Adjusted R-squared	0.823526	S.D. dependent var		4.70E+09
S.E. of regression	1.97E+09	Akaike info criterion		45.82006
Sum squared resid	4.67E+19	Schwarz criterion		45.96167
Log likelihood	-340.6504	Hannan-Quinn criter.		45.81855
F-statistic	33.66597	Durbin-Watson stat		2.471485
Prob(F-statistic)	0.000012			



قائمة الملاحق



Null Hypothesis: D(V1,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.795625	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.728252	
5% level	-1.966270	
10% level	-1.605026	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 15

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V1,3)
Method: Least Squares
Date: 06/20/19 Time: 20:53
Sample (adjusted): 2003 2017
Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(V1(-1),2)	-1.764669	0.200630	-8.795625	0.0000
R-squared	0.846505	Mean dependent var		1.87E+08
Adjusted R-squared	0.846505	S.D. dependent var		4.70E+09
S.E. of regression	1.84E+09	Akaike info criterion		45.56804
Sum squared resid	4.74E+19	Schwarz criterion		45.61524
Log likelihood	-340.7603	Hannan-Quinn criter.		45.56753
Durbin-Watson stat	2.449583			

الملحق رقم 04: نتائج اختبار استقرارية القيمة الاسمية (3V) عند المستوى

Null Hypothesis: V3 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.138408	0.0061
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(V3)
Method: Least Squares
Date: 06/20/19 Time: 20:58
Sample (adjusted): 2001 2017
Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------



قائمة الملاحق



V3(-1)	-1.064987	0.257342	-4.138408	0.0009
C	6.35E+08	4.60E+08	1.379791	0.1879
R-squared	0.533095	Mean dependent var		59992114
Adjusted R-squared	0.501968	S.D. dependent var		2.56E+09
S.E. of regression	1.81E+09	Akaike info criterion		45.57908
Sum squared resid	4.90E+19	Schwarz criterion		45.67711
Log likelihood	-385.4222	Hannan-Quinn criter.		45.58883
F-statistic	17.12642	Durbin-Watson stat		2.003592
Prob(F-statistic)	0.000875			

Null Hypothesis: V3 has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.565879	0.0110
Test critical values:		
1% level	-4.616209	
5% level	-3.710482	
10% level	-3.297799	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(V3)
 Method: Least Squares
 Date: 06/20/19 Time: 21:00
 Sample (adjusted): 2001 2017
 Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V3(-1)	-1.197747	0.262326	-4.565879	0.0004
C	-5.31E+08	8.91E+08	-0.596239	0.5605
@TREND("2000")	1.38E+08	91247384	1.506897	0.1541
R-squared	0.598256	Mean dependent var		59992114
Adjusted R-squared	0.540864	S.D. dependent var		2.56E+09
S.E. of regression	1.74E+09	Akaike info criterion		45.54642
Sum squared resid	4.22E+19	Schwarz criterion		45.69346
Log likelihood	-384.1446	Hannan-Quinn criter.		45.56104
F-statistic	10.42402	Durbin-Watson stat		2.062437
Prob(F-statistic)	0.001689			

Null Hypothesis: V3 has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.798208	0.0008
Test critical values:		
1% level	-2.708094	
5% level	-1.962813	
10% level	-1.606129	



قائمة الملاحق



*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 17

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(V3)

Method: Least Squares

Date: 06/20/19 Time: 21:01

Sample (adjusted): 2001 2017

Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
V3(-1)	-0.957790	0.252169	-3.798208	0.0016
R-squared	0.473834	Mean dependent var		59992114
Adjusted R-squared	0.473834	S.D. dependent var		2.56E+09
S.E. of regression	1.86E+09	Akaike info criterion		45.58093
Sum squared resid	5.53E+19	Schwarz criterion		45.62994
Log likelihood	-386.4379	Hannan-Quinn criter.		45.58580
Durbin-Watson stat	1.990598			

الملحق رقم 05: نتائج اختبار استقرارية حجم التداول الكلي (VTT) عند الفرق الثاني

Null Hypothesis: D(VTT,2) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.367591	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.004425	
5% level	-3.098896	
10% level	-2.690439	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(VTT,3)

Method: Least Squares

Date: 06/20/19 Time: 21:05

Sample (adjusted): 2004 2017

Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VTT(-1),2)	-4.836774	0.656493	-7.367591	0.0000
D(VTT(-1),3)	2.643557	0.623606	4.239147	0.0014
C	3.95E+08	3.70E+08	1.066523	0.3090
R-squared	0.843375	Mean dependent var		6.32E+08
Adjusted R-squared	0.814898	S.D. dependent var		3.17E+09
S.E. of regression	1.36E+09	Akaike info criterion		45.09059
Sum squared resid	2.04E+19	Schwarz criterion		45.22753
Log likelihood	-312.6341	Hannan-Quinn criter.		45.07791



قائمة الملاحق



F-statistic	29.61580	Durbin-Watson stat	1.934123
Prob(F-statistic)	0.000037		

Null Hypothesis: D(VTT,2) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.920087	0.0004
Test critical values:		
1% level	-4.800080	
5% level	-3.791172	
10% level	-3.342253	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 14

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(VTT,3)
 Method: Least Squares
 Date: 06/20/19 Time: 21:06
 Sample (adjusted): 2004 2017
 Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VTT(-1),2)	-4.731302	0.683706	-6.920087	0.0000
D(VTT(-1),3)	2.669888	0.636878	4.192149	0.0019
C	-3.76E+08	1.08E+09	-0.347121	0.7357
@TREND("2000")	75234574	98992445	0.760003	0.4648
R-squared	0.851928	Mean dependent var		6.32E+08
Adjusted R-squared	0.807506	S.D. dependent var		3.17E+09
S.E. of regression	1.39E+09	Akaike info criterion		45.17729
Sum squared resid	1.93E+19	Schwarz criterion		45.35988
Log likelihood	-312.2410	Hannan-Quinn criter.		45.16039
F-statistic	19.17825	Durbin-Watson stat		2.034568
Prob(F-statistic)	0.000180			

Null Hypothesis: D(VTT,2) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.363751	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.740613	
5% level	-1.968430	
10% level	-1.604392	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 14



قائمة الملاحق



Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(VTT,3)
Method: Least Squares
Date: 06/20/19 Time: 21:07
Sample (adjusted): 2004 2017
Included observations: 14 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(VTT(-1),2)	-4.859339	0.659900	-7.363751	0.0000
D(VTT(-1),3)	2.583269	0.624586	4.135972	0.0014
R-squared	0.827179	Mean dependent var		6.32E+08
Adjusted R-squared	0.812778	S.D. dependent var		3.17E+09
S.E. of regression	1.37E+09	Akaike info criterion		45.04613
Sum squared resid	2.25E+19	Schwarz criterion		45.13742
Log likelihood	-313.3229	Hannan-Quinn criter.		45.03768
Durbin-Watson stat	1.768393			

الملحق رقم 06 : نتائج تقدير النموذج الأول

Dependent Variable: D(VTT,2)
Method: Least Squares
Date: 06/26/19 Time: 12:43
Sample (adjusted): 2002 2017
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.34E+08	5.45E+08	0.612405	0.5501
D(V1,2)	0.438358	0.221115	1.982487	0.0674
R-squared	0.219197	Mean dependent var		4.23E+08
Adjusted R-squared	0.163425	S.D. dependent var		2.38E+09
S.E. of regression	2.17E+09	Akaike info criterion		45.95300
Sum squared resid	6.61E+19	Schwarz criterion		46.04957
Log likelihood	-365.6240	Hannan-Quinn criter.		45.95794
F-statistic	3.930254	Durbin-Watson stat		1.456955
Prob(F-statistic)	0.067403			

الملحق رقم 07 : نتائج تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: D(VTT,2)
Method: Least Squares
Date: 06/26/19 Time: 12:45
Sample (adjusted): 2002 2017
Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.70E+08	6.53E+08	0.566376	0.5801
V3	0.083269	0.350984	0.237243	0.8159
R-squared	0.004004	Mean dependent var		4.23E+08
Adjusted R-squared	-0.067138	S.D. dependent var		2.38E+09
S.E. of regression	2.45E+09	Akaike info criterion		46.19642
Sum squared resid	8.43E+19	Schwarz criterion		46.29299
Log likelihood	-367.5713	Hannan-Quinn criter.		46.20136
F-statistic	0.056284	Durbin-Watson stat		1.633654



قائمة الملاحق



Prob(F-statistic) 0.815905

Durbin-Watson stat 1.626241

الملحق رقم 08 : نتائج تقدير النموذج الثالث

Dependent Variable: D(VTT,2)

Method: Least Squares

Date: 06/26/19 Time: 12:37

Sample (adjusted): 2002 2017

Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.65E+08	5.95E+08	0.277063	0.7861
D(V1,2)	0.482797	0.231608	2.084546	0.0574
V3	0.251663	0.325510	0.773136	0.4533
R-squared	0.253520	Mean dependent var		4.23E+08
Adjusted R-squared	0.138677	S.D. dependent var		2.38E+09
S.E. of regression	2.20E+09	Akaike info criterion		46.03304
Sum squared resid	6.32E+19	Schwarz criterion		46.17790
Log likelihood	-365.2643	Hannan-Quinn criter.		46.04046
F-statistic	2.207533	Durbin-Watson stat		1.531362
Prob(F-statistic)	0.149492			

الملحق رقم 09 : نتائج اختبار جودة النموذج الأول

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	3.461897	Prob. F(1,14)	0.0839
Obs*R-squared	3.172069	Prob. Chi-Square(1)	0.0749
Scaled explained SS	8.926009	Prob. Chi-Square(1)	0.0028

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/26/19 Time: 14:21

Sample: 2002 2017

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.72E+18	2.69E+18	1.382975	0.1883
D(V1,2)	2.03E+09	1.09E+09	1.860617	0.0839
R-squared	0.198254	Mean dependent var		4.13E+18
Adjusted R-squared	0.140987	S.D. dependent var		1.16E+19
S.E. of regression	1.07E+19	Akaike info criterion		90.59195
Sum squared resid	1.61E+39	Schwarz criterion		90.68852
Log likelihood	-722.7356	Hannan-Quinn criter.		90.59689
F-statistic	3.461897	Durbin-Watson stat		0.936990
Prob(F-statistic)	0.083931			



قائمة الملاحق



الملحق رقم 10: نتائج اختبار جودة النموذج الثاني

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.055143	Prob. F(1,14)	0.8177
Obs*R-squared	0.062774	Prob. Chi-Square(1)	0.8022
Scaled explained SS	0.237380	Prob. Chi-Square(1)	0.6261

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/26/19 Time: 14:14

Sample: 2002 2017

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.89E+18	4.70E+18	1.040700	0.3157
V3	5.93E+08	2.53E+09	0.234826	0.8177

R-squared	0.003923	Mean dependent var	5.27E+18
Adjusted R-squared	-0.067225	S.D. dependent var	1.71E+19
S.E. of regression	1.77E+19	Akaike info criterion	91.59136
Sum squared resid	4.37E+39	Schwarz criterion	91.68793
Log likelihood	-730.7309	Hannan-Quinn criter.	91.59630
F-statistic	0.055143	Durbin-Watson stat	0.865188
Prob(F-statistic)	0.817744		

الملحق رقم 11: نتائج اختبار جودة النموذج الثالث

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.935341	Prob. F(2,13)	0.1838
Obs*R-squared	3.670919	Prob. Chi-Square(2)	0.1595
Scaled explained SS	8.443254	Prob. Chi-Square(2)	0.0147

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 06/26/19 Time: 14:25

Sample: 2002 2017

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.90E+18	2.74E+18	1.058670	0.3090
D(V1,2)	2.09E+09	1.07E+09	1.959484	0.0719
V3	9.85E+08	1.50E+09	0.657136	0.5226

R-squared	0.229432	Mean dependent var	3.95E+18
Adjusted R-squared	0.110884	S.D. dependent var	1.08E+19
S.E. of regression	1.02E+19	Akaike info criterion	90.53393
Sum squared resid	1.34E+39	Schwarz criterion	90.67879
Log likelihood	-721.2714	Hannan-Quinn criter.	90.54135
F-statistic	1.935341	Durbin-Watson stat	0.928766
Prob(F-statistic)	0.183768		

ملخص الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تم اختبار فعالية وكفاءة السوق خلال الفترة [2000-2019] بالاعتماد على مؤشرات قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية المتمثلة في مؤشرات قياس حجم السوق وق من معدل الرسملة السوقية، مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق ، وكذا مؤشرات قياس سيولة السوق من نسبة التداول، مؤشر الصفقات ، ومؤشر درجة تركيز السوق.

كما تم قياس تأثير الأدوات المالية الإسلامية على تفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة [2000-2017] ، وذلك من خلال بناء نموذج انحدار خطي بسيط ومتعدد بين مختلف متغيرات الدراسة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الأدوات المالية الإسلامية تؤثر بشكل رئيسي في نشاط وتفعيل سوق الخرطوم للأوراق المالية، خاصة تمويل المشاريع العامة للدولة (مشاريع البنى التحتية)، وعجز الموازنة العامة. الكلمات المفتاحية: السوق المالي الإسلامي، الأدوات المالية الإسلامية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، قيمة الإصدارات، حجم التداول الكلي، السوق الثالث.

Abstract:

The present study aims at determining to what extent the Islamic financial tools operationalize the khartoum stock exchange, where the efficiency and competence of the market were examined during the period (2000, 6/2019). The examination depended on competence measuring indicators of the Khartoum stock exchange, such as: market size measuring indicators from the market capitalization, the number of listed companies in the market indicator, market liquidity measuring indicator from the deliberative proportion, transaction indicator, and market degree of concentration indicator.

In addition, the effectiveness of the Islamic financial tools on the activation of the Khartoum stock exchange had been measured during the period of (2000-2017) ,the latter was fulfilled through building a simple yet multiplied linear regression modeling between the different variables of the study.

The study concluded that the Islamic financial tools mainly influence the activity and operationalization of the Khartoum stock exchange. Especially, in funding the state's public projects (infrastructural projects) and the incapacity of the balance sheet.

Keywords: The islamic Financial market, the islamic financial tools/ the islamic financial instruments ,khartoum stock exchange ,bond issues ,total trading volume ,third fair / third market.