

دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية

The role of islamic sukuk in achieving financial stability in the financial market

إعداد الباحث/ هشام بن عبد العزيز بنون

ماجستير المذهب المالكي والمالية الإسلامية المعاصرة، كلية الشريعة، جامعة ابن زهر، أكادير، المملكة المغربية

Email: h.banoun756@gmail.com

الملخص:

تتميز الصكوك الإسلامية بمجموعة من الضوابط الشرعية، والاقتصادية، والفنية والتي تجعلها منضبطة في تعاملاتها وبعيدة عن المقامرة والمضاربة، والتي تعد من الأسباب الرئيسية المؤدية إلى حدوث الأزمات المالية. وفي وجود شركات تعمل على إصدار الصكوك، ومستثمرين يقبلون التعامل فيها، وأطر وقوانين وضوابط تحكم إصدارها، فإن تأثيرها الإيجابي في السوق المالية سيكون مرجواً.

وتعتبر السوق المالية من بين مكونات النظام المالي المهمة في أي بلد من البلدان، وقد تم التوصل في هذا البحث إلى بيان الدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية باعتبارها أحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية، وذلك من خلال بيان مساهمتها في تحسين كفاءة السوق المالية بزيادة الشركات المدرجة فيها، وكذلك زيادة رصمة السوق، بالإضافة إلى توفيرها الأمان والعدالة في السوق من خلال التزامها بالشفافية والأخلاقية والتي تستمد من انضباطها بمبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها. كما تم التوصل إلى أن لها دور مهماً في تدعيم الاستقرار المالي في السوق المالية، وكما أنها تؤثر بشكل إيجابي على المؤشرات العامة للسوق المالية.

ورغم ما تحققه الصكوك الإسلامية من تطوير للسوق المالية إلا أنها تبقى في حاجة إلى تطويرها لتكون قادرة على تلبية متطلبات السوق المالية، ومواجهة التحديات والمخاطر التي تتعرض لها. إلا أن الباحثين والخبراء الاقتصاديين يستبشرون بالمستقبل المزدهر للصكوك الإسلامية من خلال تزايد إصداراتها وانتشارها على المستوى العالمي مما ينعكس بشكل إيجابي على زيادة ثقة المستثمرين وإقبالهم على التعامل بها.

كلمات المفتاحية: الصكوك، الاستقرار المالي، الكفاءة المالية، السوق المالية.

The role of Islamic sukuk in achieving financial stability in the financial market

Abstract:

Islamic sukuk are characterized by a set of Sharia, economic and technical controls that make them disciplined in their dealings and away from gambling and speculation, which are one of the main causes leading to the occurrence of financial crises. With companies working on issuing sukuk, investors accepting to deal in them, and frameworks, laws and controls governing their issuance, their positive impact on the financial market will be desirable.

The financial market is among the important components of the financial system in any country, and in this research it has been concluded to show the role played by Islamic sukuk in the development of the financial market as a product of Islamic financial engineering. This is done by demonstrating its contribution to improving the efficiency of the financial market by increasing the companies listed in it, as well as increasing market capitalization, in addition to providing security and justice in the market through its commitment to transparency and ethics that derive from its discipline with the principles and controls of Islamic Sharia. It has also been concluded that it has an important role in strengthening financial stability in the financial market, and it also positively influences the general indicators of the financial market.

Despite the development of the financial market, Islamic sukuk still needs to be developed to be able to meet the requirements of the financial market and face the challenges and risks to which it is exposed. However, researchers and economists are heralding the prosperous future of Islamic sukuk through their increasing issuance and spread globally, which reflects positively on increasing investor confidence and appetite for dealings.

Keywords: Sukuk, Financial Stability, Financial Efficiency, Financial Market.

1. مقدمة:

الحمد لله والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.
أما بعد:

فقد شهدت الصناعة المالية الإسلامية مجموعة من التطورات في المرحلة الأخيرة سواء على مستوى دائرة توسعها وانتشارها أو على مستوى حجم سوقها حيث انتقلت من مرحلة البناء والتأسيس إلى مرحلة التوسع والانتشار. وهذا لا يمكن أن يكون إلا في ظل الهندسة المالية الإسلامية التي تطمح إلى تطوير وابتكار منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات المالية التقليدية وتلبية احتياجات العملاء الذين يرون في هذه الصناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها البديل الأمثل للصناعة التقليدية التي تقوم على كثير من المحاذير الشرعية والتي تقترب في تعاملاتها من صور القمار أكثر منها إلى الاستثمار.

ولابد في كل صناعة مالية إسلامية من أن تتحقق فيها المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي التي تبرز مدى تحقيق هذه الصناعة المالية أو هذا المنتج المالي لحاجيات العملاء.

ومن هذه المنتجات المالية التي أنتجتها الهندسة المالية الإسلامية: الصكوك الإسلامية والتي تنضبط بقواعد وأحكام المعاملات المالية الإسلامية. والتي ينتظر منها تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي وكذا تقديم أسلوب جديد لإدارة السيولة المالية في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. وفي هذا الصدد يأتي هذا البحث لبيان دور هذا المنتج في تطوير وتفعيل سوق الأوراق المالية والذي عنوانته ب:

"دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية -"

1.1. أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من كونها تهدف إلى بيان مدى كفاءة الصكوك الإسلامية - باعتبارها من منتجات الهندسة المالية الإسلامية - في دعم استقرار سوق الأوراق المالية، ورفع من كفاءتها، وتعزيز قدرتها على القيام بالدور التنموي المنشود من ورائها.

2.1. أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الدوافع الذاتية والموضوعية، يمكن إبرازها فيما يلي:

- 1 - الرغبة في البحث في مجال الاقتصاد الإسلامي، وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية.
- 2 - ارتباط موضوع البحث بتخصص الطالب وهو المالية الإسلامية المعاصرة.
- 3 - الاقتناع بالدور الذي تلعبه الصكوك باعتبارها بديلاً مناسباً لبعض المنتجات التمويلية التقليدية كالسندات.
- 4 - إبراز كفاءة وتميز صيغ التمويل الإسلامي، التي تقوم على مبدأ الغنم بالغرم والمشاركة في الربح والخسارة.
- 5 - الرغبة في الاحتكاك ببعض الدراسات والكتب الاقتصادية التي لها صلة بموضوع الهندسة المالية، والأسواق المالية والصكوك. وذلك لمحاولة اكتساب ثروة معرفية في هذا المجال.

3.1. أهداف الدراسة:

تتلخص أهداف هذه الدراسة فيما يلي:

- 1 - التعرف على ماهية الهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها.
- 2 - التعرف على ماهية الأسواق المالية ومكوناتها وأهميتها.
- 3 - التعرف على ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وأحكامها في الفقه الإسلامي وكذلك في القانون المغربي.
- 4 - إبراز أهمية الصكوك الإسلامية في مجال تطوير الأسواق المالية.

4.1. منهج الدراسة:

سأعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والذي يقتضي جمع البيانات والمعلومات لوصف المفردات المرتبطة بموضوع البحث وتحليلها.

كما سأعتمد كذلك المنهج المقارن وذلك في مقارنة الهندسة المالية الإسلامية بالتقليدية ومقارنة التصكيك التقليدي بالإسلامي.

5.1. إشكالية الدراسة:

تحظى الأسواق المالية بأهمية بالغة من طرف مختلف الاقتصاديات. وذلك لما تلعبه من دور مهم في تحرير الاقتصاد ككل، حيث يقصدها كل من الأفراد والشركات التجارية والصناعية والخدماتية، بالإضافة إلى شركات التأمين والبنوك التجارية وشركات الوساطة لتوفير الأموال أو لطلبها. إلا أن هذه الأسواق وفي ظل النظام الرأسمالي القائم على التعامل بالفوائد الربوية عانت من عدة أزمات متوالية، مما دفع الاقتصاديين إلى محاولة إيجاد بدائل مناسبة أكثر استقراراً، وتجنب الأسواق المالية الوقوع في الأزمات مستقبلاً أو على الأقل التقليل من حدوثها.

ومن هذه المنتجات التي حظيت باهتمام بالغ من طرف المهتمين بالشأن الاقتصادي في الآونة الأخيرة الصكوك الإسلامية. ومن هذا المنطلق يمكن أن نسوغ إشكالية هذا البحث على النحو الآتي: ما هو دور الصكوك الإسلامية باعتبارها منتجا من منتجات الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية؟

من خلال هذه الإشكالية الرئيسية، يمكن طرح مجموعة من التساؤلات الفرعية الآتية:

- ما مفهوم سوق الأوراق المالية؟ وما هي أدواتها؟
- ما مفهوم الهندسة المالية الإسلامية؟ وما منتجاتها؟ وما هي خصائصها؟
- ما مفهوم الصكوك الإسلامية؟ وما هي أنواعها وضوابطها الشرعية؟ وما هي مراحل وآليات إصدارها وتداولها؟
- ما أثر الصكوك على استقرار الأسواق المالية؟ وما أثرها على كفاءتها؟ وما أثرها على مؤشرات العامة؟

6.1. فرضية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على فرضية مفادها أن الصكوك الإسلامية تلعب دوراً مهماً في تطوير الأسواق المالية.

7.1. الدراسات السابقة:

هناك مجموعة من الدراسات لها ارتباط بموضوع هذه الدراسة منها ما هو مفرد في الحديث عن الهندسة المالية ومنها ما هو مفرد في الحديث عن الأسواق المالية ومنها ما هو مفرد في الحديث عن الصكوك. إلا أنني سأقتصر في هذا المحور على الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع هذه الرسالة وفيما يلي عرض لما وقفت عليه منها:

1 - التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية من إعداد زاهرة علي محمد بني عامر وهي رسالة قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية في جامعة اليرموك إربد، الأردن 2008م / 1429 هـ تحت إشراف الدكتور عبد الجبار حمد عبيد السبهاني.

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تجلية مفهوم التصكيك الإسلامي وبيان آلياته وضوابطه ومقارنته بالتصكيك التقليدي، كما هدفت إلى التعرف على أهمية التصكيك الإسلامي للاقتصاد بمستوييه الكلي والجزئي.

كما تطرقت إلى دور التصكيك في تطوير الأسواق المالية الإسلامية إلا أنها لم تربط الصكوك بالهندسة المالية الإسلامية وكونها منتج من منتجاتها، وكذلك غلب على هذه الدراسة الطابع النظري دون التطبيقي.

2 - دراسة نوال بن عمارة بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين." والتي هي عبارة عن مقال نشر في مجلة الباحث، العدد التاسع 2011، جامعة ورفلة - الجزائر.

حيث تناولت هذه الدراسة الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية من خلال مفهومها وأهميتها، وكذا أهدافها وخصائصها إضافة إلى أنواعها المختلفة والضوابط المتعلقة بها، كما أشارت الدراسة إلى بعض التحديات التي تحول دون تطورها وبعض الرؤى المستقبلية لتطويرها كما أشارت إلى أن تطور السوق المالية الدولية من بين تحديات تطوير الصكوك. إلا أن هذه الدراسة لم تبرز جوانب التأثير بينهما.

3 - دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية من إعداد الطالب محمد غزال تحت إشراف الدكتور صالح صالح، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر 2012م - 2013م.

تناولت هذه الدراسة الجانب النظري لسوق الأوراق المالية من حيث التعريف بها وبنشأتها، ووظائفها، والأدوات المالية المتداولة فيها، بالإضافة إلى فعاليتها الاقتصادية وكفاءتها ومؤشراتها.

كما تناولت بالدراسة الصكوك الإسلامية وضوابطها وأهميتها الاقتصادية. وفي الجانب التطبيقي منها فقد تناولت دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق المال الماليزي من خلال الحديث عن سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية وأقسامها ووظائفها، وكذلك تطور إصدارات الصكوك في ماليزيا. وفي الأخير تطرقت الرسالة لدور الصكوك الإسلامية في التأثير على مؤشرات سوق الأوراق المالية. إلا أن هذه الدراسة لم تتطرق لدور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار في السوق المالية، وكذلك دورها في الرفع من كفاءتها؛ وهو ما عقدنا له في هذا البحث مبحثين مستقلين.

4 - فعالية الصكوك في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 3، أحمد طرطار، وشوق الجباري، بحث منشور بمجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية العدد 19، صادرة عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر ديسمبر 2013م - صفر 1435 هـ.

حاول الأستاذان أحمد طرطار وشوقي جباري من خلال هذه الورقة البحثية بيان دور الصكوك الإسلامية وفعاليتها في معالجة الأزمة المالية العالمية، وكذلك دورها في تنمية أخلاقيات الرقابة والرفع من كفاءة الأسواق المالية. ونظرا لطبيعة المقالات العلمية فإن هذه المحاور المهمة لم تكف لتجاوز صفتين مما جعلها مختصرة غاية الاختصار لكنها وافية بالمطلوب منها إن شاء الله.

5 - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجا - وهي مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات إعداد الطالب عبد الحميد فيجل تحت إشراف الدكتور لخضر مرغاد جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر سنة 2014م/2015م.
ولعل هذه الرسالة أوسع من سابقتها من حيث المباحث التي تطرقت لها حيث أشارت إلى الهندسة المالية الإسلامية وبعض المفاهيم المرتبطة بها، كذلك أشارت إلى التجربة الماليزية في إصدار الصكوك وواقع التعامل بها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

6 - دور آليات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي - خلال الفترة 2001 - 2015. رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، من إعداد الطالبة نزار سناء إشراف الدكتور رحمان موسى، جامعة محمد خيضر بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر 2015م/2016م.

حاولت الباحثة من خلال هذه الرسالة تحديد دور كل من التصكيك الإسلامي والتوريق المصرفي التقليدي في تفعيل سوق رأس المال من خلال دراسة تطبيقية لحالة سوق ماليزيا، وذلك من خلال دراسة مدى تأثير الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي على المؤشر العام لبورصة كوالالمبور composit، وقد خلصت الرسالة إلى أن للصكوك الإسلامية دور كبير في تفعيل سوق رأس المال الماليزي. إلا أن هذه الدراسة لم تتطرق لدور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار في السوق المالية، وكذلك دورها في الرفع من كفاءتها؛ وهو ما عقدنا له في هذا البحث مبحثين مستقلين.

7 - دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2000 - 2014م، أ. سناء نزار و أ. موسى رحمان (جامعة بسكرة الجزائر)، بحث منشور بمجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد التاسع عشر جوان 2016. هدفت هذه الدراسة لبيان دور الصكوك في تفعيل سوق رأس المال من خلال دراسة تطبيقية لحالة سوق ماليزيا، وذلك من خلال دراسة مدى تأثير الصكوك الإسلامية والتوريق المصرفي على المؤشر العام لبورصة كوالالمبور composit، وقد خلصت الرسالة إلى أن للصكوك الإسلامية دور كبير في تفعيل سوق رأس المال الماليزي. إلا أن هذه الدراسة لم تتطرق لدور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار في السوق المالية، وكذلك دورها في الرفع من كفاءتها؛ وهو ما عقدنا له في هذا البحث مبحثين مستقلين.

8 - دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة 2008-2015، إعداد الطالبة زاغر هالة، تحت إشراف الأستاذة بن سميحة دلال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016 - 2017.

حاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة رسم المعالم الأساسية لسوق الأوراق المالية والهندسة المالية الإسلامية، وبيان الدور الذي تلعبه الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية مركزة في ذلك على الصكوك ودورها في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال اعتمادها على مؤشر دوران الصكوك ومؤشر حجم التداول ومؤشر حجم السوق. وما يمكن استدراكه على هذه الدراسة هو دور الصكوك في تدعيم استقرار السوق المالية وكذلك دورها في التأثير على مؤشرات السوق المالية.

8.1. خطة الدراسة:

تتميز الصكوك الإسلامية بمجموعة من الضوابط الشرعية، والاقتصادية، والفنية والتي تجعلها منضبطة في تعاملاتها وبعيدة عن المقامرة والمضاربة، والتي تعد من الأسباب الرئيسية المؤدية إلى حدوث الأزمات المالية. وفي وجود شركات تعمل على إصدار الصكوك، ومستثمرين يقبلون التعامل فيها، وأطر وقوانين وضوابط تحكم إصدارها، فإن تأثيرها الإيجابي في السوق المالية سيكون مرجوا. وفي محاولة مني لبيان دور الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية والإضافة التي ستضيفها لها، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين وتحت كل مبحث مطلبين، وهي:

المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في السوق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الاستقرار المالي.

المطلب الثاني: دور الصكوك في تحقيق الاستقرار المالي في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية ومتطلبات تحقيقها.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة السوق المالية.

المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في سوق رأس المال.

إن من أهم مميزات الصكوك الإسلامية أنها تحاول في تعاملاتها أن تكون بعيدة عن الربا ومجانبة له، ومنضبطة بالضوابط الشرعية وفقا لمبدأ الغنم بالغرم، هذا الأمر من شأنه أن يجعل أسواق رأس المال أكثر استقرارا وتجنبنا للمخاطر. وسيكون الحديث في هذا المبحث منصبا على مفهوم الاستقرار المالي، ودور الصكوك الإسلامية في تحقيقه في السوق المالية.

المطلب الأول: مفهوم الاستقرار المالي.

يتجه مجموعة من الباحثين إلى أن إعطاء تعريف للاستقرار المالي يلقي قبولا عاما من الصعوبة بمكان. مما يجعل معظمهم يفضل تحديد مفهوم عدم الاستقرار المالي عوض الاستقرار المالي. ويقترح (Garry Schinasi) بعض المبادئ الرئيسية في تعريف الاستقرار المالي نوجزها فيما يلي:⁽¹⁾

⁽¹⁾Garry Schinasi, (2004), "Defining Financial stability", IMF Working paper No.wp/04/187, October2004.(p6_7).

المبدأ الأول: وهو أن مفهوم الاستقرار المالي مفهوم واسع يضم مختلف مظاهر علم التمويل والنظام المالي، وباعتبار الترابط الوثيق بين كل مكونات النظام المالي فإن الاختلالات التي تصيب أي مكون منها يمكن أن يضعف الاستقرار المالي الإجمالي وهو ما يتطلب منظورا منهجيا، ففي أي وقت كان فالاستقرار أو عدم الاستقرار لا بد أن يكون نتيجة إما للمؤسسات الخاصة وأفعالها، المؤسسات العامة وإجراءاتها، أو كلا منهما بشكل متزامن.

المبدأ الثاني: وهو أن الاستقرار المالي لا يقتضي فقط بأن يقوم التمويل بشكل تام بدوره في تخصيص الموارد والمخاطر، تعبئة الادخارات، تسهيل تراكم الثروة، التنمية والنمو، ولكنه يقتضي أن تقوم أنظمة المدفوعات بدورها الاقتصادية السليم، بكلمة أخرى فإن الاستقرار المالي وما يعتبر عادة كعنصر حيوي للاستقرار النقدي يتداخلان.

المبدأ الثالث: إن مفهوم الاستقرار المالي لا يرتبط فقط بغياب الأزمات في الوقت الحاضر ولكن بقدرة النظام المالي للحد، احتواء، معالجة نشأة الاختلالات قبل أن تشكل تهديدا له أو للعملية الاقتصادية، ففي نظام مستقر ويعمل بشكل جيد. فإن هذا يحدث من خلال التصحيح الذاتي، وفي هذا الصدد يمكن أن يكون هناك مفاضلة في سياسات الاختيار بين السماح لميكانيزمات الأسواق العمل لحل الصعوبات المحتملة أو التدخل السريع والفعال وهكذا فإن الاستقرار المالي يضم كلا من الأبعاد الوقائية والتدخلية أو العلاجية.

المبدأ الرابع: وهو أن يتم صياغة الاستقرار المالي باعتبار النتائج المحتملة على القطاع الحقيقي فالاختلالات في الأسواق المالية أو في المؤسسات المالية الفردية لا ينبغي اعتبارها تهديدا للاستقرار المالي إذا لم تشكل خطرا على الأنشطة الاقتصادية بشكل واسع.

المبدأ الخامس: وهو أن يتم التفكير في الاستقرار المالي كسلسلة متصلة، لأن التمويل أساسا ينطوي على اللابقيين فهو حركي سواء عبر الزمن أو الابتكارات المالية، ويتركب من العديد من العناصر والروابط المتطورة، ما يمكن أن يمثل الاستقرار المالي في نقطة زمنية معينة يمكن أن يكون أكثر أو أقل استقرارا في نقطة أخرى، إضافة إلى أنه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي على أنه يتوافق مع استقرار أجزائه المكونة له مثل سلامة المؤسسات المالية، ظروف الأسواق المالية، وكذا فعالية مكونات البنية التحتية.

ويعتبر (Garry Schinasi) النظام المالي مستقرا متى ما كان قادرا على تسهيل كفاءة توزيع الموارد الاقتصادية حسب المناطق الجغرافية ومع مرور الوقت، إلى جانب فعالية العمليات المالية والاقتصادية الأخرى (مثل تراكم الثروة والنمو الاقتصادي والازدهار الاجتماعي في نهاية المطاف)، وتقييم المخاطر المالية وتسعيرها وتحديدها وإدارتها مع استمرار القدرة على أداء هذه الوظائف الأساسية حتى مع التعرض للصدمات الخارجية أو في حال تراكم الاختلالات من خلال آليات التصحيح الذاتي.⁽²⁾ ويرى بعض الباحثين أن الاستقرار المالي هو "العمل على التأكد من قوة وسلاسة عمل جميع مكونات النظام المالي، بما يضمن عدم وجود ضغوط داخل هذا النظام وبالتالي عدم حدوث أي ضرر للاقتصاد بشكل عام."⁽³⁾

⁽²⁾-Garry Schinasi (2004), Defining Financial stability, p8.

⁽³⁾ - Narayanan.S and Rashmi.D,(2004)"Assessment of Financial stability, Sveriges Risk bank", Stockholm. School of economics. (p4).

ويمكن فهم الاستقرار المالي بشكل أوضح وفقاً للشروط التالية:⁽⁴⁾

- ضمان استقرار جميع مكونات النظام المالي.

- ضمان استقرار الأسواق المالية والأنشطة المرتبطة بها.

- منع فشل البنوك لأهميتها، وحساسيتها.

"ولعل أبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو "تجنب وقوع الأزمات المالية" لأن الأزمة المالية هي فقدان الثقة في عملة

البلد أو أصوله المالية الأخرى، مما يتسبب في سحب المستثمرين الأجانب لرؤوس أموالهم من البلد."⁽⁵⁾

" من خلال ما سبق وأياً ما كان التعريف فإن الاستقرار المالي يرتبط بالنظام المالي، ومكوناته، والأنشطة المرتبطة به،

وعلى رأس ما يولى له الأهمية والعناية، أسواق المال والبنوك التجارية، ومن أهم الجهات المسؤولة عن تحقيق ذلك البنوك

المركزية من خلال السياسات النقدية والمالية التي تنتهجها."⁽⁶⁾

○ الأزمة المالية الأخيرة كنموذج لانعدام الاستقرار المالي.

يمكن القول أنه لا يوجد تعريف محدد للأزمة المالية، إلا أن معظم الباحثين يتفقون على أنها حالة من الاختلال العميق

والاضطراب الحاد والمفاجئ الناتج عن اختلال التوازن بين قطاعي الإنتاج والاستهلاك، والمؤدي إلى الانكماش

والركود الاقتصادي، والانخفاض في مستويات الاستثمار، وحالة الذعر والحذر التي تصيب أسواق المال.⁽⁷⁾

ولطالما عانى الاقتصاد العالمي من الأزمات المالية المتوالية، آخرها الأزمة المالية العالمية التي اندلعت بشكل رسمي في

سبتمبر 2008، وتعد هذه الأزمة الأسوأ منذ أزمة 1929 والتي تعرف بأزمة الكساد العظيم، وكلتا هاتين الأزميتين انطلقت من

الولايات المتحدة الأمريكية. وتعد أزمة الرهن العقاري التي انفجرت في سنة 2007 السبب الرئيس لاندلاع هذه الأزمة المالية

العالمية الأخيرة، حيث عملت بنوك وول ستريت سنة 2004 على منح قروض عالية المخاطر وكبيرة التكلفة للمواطنين الأمريكيين

ذوي الدخل المحدود والذين لا تمكنهم رواتبهم ومداخلهم من شراء العقارات والمنازل، وذلك لتشجيعهم على شراء المنازل. الأمر

الذي حقق عائدات كبيرة للشركات العقارية خلال الفترة ما بين 2004 وبداية 2007.

وبفضل الإقبال المتزايد على شراء المنازل قامت البنوك بتقديم تسهيلات وعروض مغرية تتمثل في منحها قروضا يمكن

تسديدها على أقساط شهرية ولآجال طويلة تتراوح بين 20 و30 سنة، ودون الحاجة لدفع شيء في بداية الأمر وبوتائق أقل عن

المعتاد، مقابل رهن عقاري يتمثل في المنزل المشتري بذلك القرض،

⁽⁴⁾ -Narayanan.S and Rashmi.D,(2004)"Assessment of Financial stability, Sveriges Risk bank", Stockholm. School of economics. (p4).

⁽⁵⁾ - الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي "دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية) مشتاق محمود السبعواوي وسلام أنور أحمد فاتح سليمان، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كركور العراق العدد 2 السنة 2012 المجلد الثاني، ص70.

⁽⁶⁾ - البنوك الإسلامية والاستقرار المالي تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، أحمد بلوافي مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي م21ع2 ص.ص69-93(2008م|1429هـ)، ص70.

⁽⁷⁾ - الأزمة المالية، المفهوم والأسباب، شحاتة عبد الله. www.pidegypt.org/download/forum/azma.doc.

ولأن أسعار العقارات والمنازل كانت في ارتفاع مستمر لم يشكل الأمر بالنسبة للبنوك خطرا حيث كان بإمكانها بيع المنزل المرهون واستخلاص مستحقاتها في حالة تخلف المقترض عن السداد.⁽⁸⁾ إلا أن عقد القرض هذا كان يتضمن شروط مجحفة أهمها:

- أن أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة، وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع مرور الوقت، وكلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة ترتفع أسعار فائدة القرض العقاري بصفة تلقائية، كما أنه إذا تأخر المقترض عن السداد أو دفع قسط من الأقساط فإن أسعار الفائدة تتضاعف نحو ثلاث مرات. وفي ظل هذه الشروط أو الفخاخ التي وضعتها هذه المؤسسات المالية في العقد، يجد المقترض نفسه بعد مدة غير قادر على السداد، وبالتالي إخلائه من المنزل، ومع تكرار هذا الأمر لم يكن أمام أسواق العقارات سوى الانهيار.

ومما زاد الأمر سوءا أن المؤسسات لمالية لم تكن لتقف عند هذا الحد، بل كانت تقوم بتوريق القروض العقارية في شكل سندات تطرحها في سوق الأوراق المالية، فتتحول المخاطر إلى المستثمرين الذين يحصلون على عوائد سنداتهم من مدفوعات المقترضين، وعند التوقف عن الدفع يتم بيع العقار لدعم السندات. ثم قام المستثمرون بدورهم برهن هذه السندات للحصول على قروض جديدة باعتبار أنها سندات مدعومة بأصول، وهذه القروض الجديدة يستخدمها المستثمرون لشراء المزيد من السندات، والتي تحقق عائدا أكبر من الفائدة التي يمكن أن يدفعوها عن تلك القروض، وحقيقة ما فعلوا أنهم استخدموا ديونا كضمان للحصول على ديون أخرى. وهنا ظهرت المشكلة الكبرى خصوصا بعد تعثر عدد كبير من العائلات وتوقفها عن السداد. ونظرا لأن هذه الضمانات على درجة عالية من المخاطر، فإن الجدارة الائتمانية للسندات كانت تتفاوت حسب قدرة المدينين على السداد، فالسندات التي يتم التأكد من قدرة المدين على الوفاء بالقرض الضامن لها تقدير أعلى (AAA)، والتي يثور حولها الشك أو يعجز المدين عن سدادها تصنف على أنها لا قيمة لها (B). هنا تم ابتكار حل لهذه المسألة وهو التأمين على هذه السندات لدى شركات التأمين من قبل أصحابها فتضمن له شركة التأمين المؤمنة سداد قيمة السندات إذا أفلس البنك أو صاحب المنزل مقابل أقساط شهرية يدفعها. ونظرا لما سبق ذكره من الشروط المجحفة في عقد القرض لم يكن أمام أصحاب المنازل (المدينون) إلا التوقف عن السداد وفقدانهم لمنازلهم، مما يؤثر سلبا على السندات من حيث فقدانها لقيمتها. ومع توالي الأمر وتكراره كانت البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار تتعرض للإفلاس، هذا الأمر كان يدفع بالمستثمرين للحصول على قيمة سنداتهم من شركات التأمين، مما أدى إلى انتقال الأزمة إلى شركات التأمين هي الأخرى. وهكذا انتشرت الأزمة المالية العالمية إلى الأسواق والقطاعات والبلدان الأخرى.⁽⁹⁾ وقد تم خلالها انهيار المصرف التجاري "ليمان برادرز" Lehmen Brothers Holding Inc حيث أعلن إفلاسه في 14 سبتمبر 2008، كما تم الاندماج بين (ميريل لينش) و (بنك أوف أمريكا) وتحول آخر وأكبر مصرفين مستقلين في وول ستريت "مورغان ستانلي" و "غولدمان ساكس" إلى مجموعتين مصرفيتين قابضتين،

(8) - كيف اندلعت الأزمة المالية لسنة 2008؟ وما هي أزمة الرهن العقاري؟ مجلة أمناي. www.amnaymag.com (تاريخ الاطلاع 2019/9/1)

(9) - التمويل الإسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، خاطر السعدية رسالة ماجستير في الاقتصاد تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة وهران 2 محمد بن أحمد، 2015/2014، ص11،12.

كما قامت الدولة الأمريكية بالتدخل لإنقاذ مجموعة التأمين العملاقة "أيه أي جي"، وأصابت العالم أجمع بخسائر بلغت قيمتها أكثر من أربع تريليون دولار من قيم أسواق المال العالمية في أيام معدودة، حتى أن دولا كأيسلندا أعلنت إفلاسها.⁽¹⁰⁾

المطلب الثاني: دور الصكوك في تحقيق الاستقرار المالي.

حققت سوق الصكوك الإسلامية معدلات مرتفعة في حجم إصداراتها، واتسع نشاطها وانتشارها في بلدان مختلفة رغم التراجع الذي عرفته السوق العالمية بسبب تداعيات الأزمة العالمية،⁽¹¹⁾ حيث عرفت الفترة 2005 – 2007 طفرة في قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية نظرا لتزامنها مع الارتفاع في أسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع للدول العربية المصدرة للنفط عموما ودول مجلس التعاون الخليجي خصوصا. إذ سجلت رقما قياسيا سنة 2007 في حجم إصدارات الصكوك سنويا آنذاك، حيث وصل حجم الصكوك المصدرة في تلك السنة إلى ما يزيد عن 41 مليار دولار، بمعدل 67% متجاوزا حجم النمو للسنة التي سبقتها 2006 والتي سجلت فيها الإصدارات نموا بحوالي 89%. أما سنة 2008 فتعتبر سنة انحراف في سير صناعة الصكوك الإسلامية، بسبب أزمة الرهون العقارية الأمريكية التي تحولت إلى أزمة عالمية، إذ انتقلت آثارها من المنتجات والأدوات المالية التقليدية إلى الصكوك الإسلامية. ويعتبر هذا التراجع أول تراجع للصكوك الإسلامية بحوالي 40%، ولكن سرعان ما استعادت الصكوك الإسلامية نموها في سنة 2009 بنمو قدره 53%، وتواصل هذا النمو ليصل إلى 54% سنة 2010، والتي عكست ما قيمته 57,8 مليار دولار، ويرجع المراقبون انتعاش هذا السوق إلى التعافي الاقتصادي الذي شهدته أغلب الدول الإسلامية، فضلا عن التعافي النسبي للأسواق العالمية، وقد استمر هذا النمو في سوق الصكوك الإسلامية في السنوات 2011 و2012، حيث بلغت نسبة هذا النمو سنة 2011 حوالي 58% تعكس ما قيمته 91,3 مليار دولار، وبهذا حققت صناعة الصكوك الإسلامية نسبة نمو وصلت إلى حوالي 246% خلال الفترة 2000 – 2011، وتواصل هذا النمو حتى سنة 2012 بنسبة 22,5% حتى سبتمبر من نفس السنة، ومن المتوقع أن تتجاوز قيمتها 150 دولار بنهاية 2012.⁽¹²⁾

ويمكن تلخيص هذه المعطيات المتعلقة بإجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2005 - 2012 سبتمبر).
الجدول (1): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2005 - 2012 سبتمبر).

السنوات	قيمة الإصدارات بالمليون دولار أمريكي
2005	13150,97
2006	24916,71
2007	41350,41
2008	24546,66

(10) - الأزمة المالية العالمية وقائع وتجارب. tahawolat.com/cms/article/php3?id-article:2296. تاريخ الاطلاع 2019/2/7.

(11) - الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الدولية - البحرين - نوال بن عمارة، ص 261.

(12) - دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، المكمل ياسر ومايا فتنى، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك إربد الأردن 12 - 13 تشرين الثاني 2013، ص 473، ضمن بحوث المؤتمر.

37632,68	2009
57821,95	2010
91357,48	2011
111849,26	سبتمبر 2012

المصدر: دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية. المكمل ياسر ومايا فنتي، ص 472.

ويتميز التمويل الإسلامي عموماً والتمويل بالصكوك على وجه الخصوص بارتباط العائد بنسبة الأرباح، وليس بنسبة الفوائد المترتبة على القروض، أي أن الارتباط متعلق بالإنتاج الحقيقي وليس بإنتاج الأموال عن طريق الفوائد الربوية. وهذا ما جعل مجموعة من الخبراء الأجانب - ومنهم خبراء البنك الدولي - يعترفون بوفرة الاستقرار لدى أنظمة التمويل الإسلامي. ويضاف إلى ذلك أن في التمويل الإسلامي يتحمل جميع المشاركين الخسارة في حالة وقوعها وبالتالي يتم تفتيت هذه المخاطر، وعلى عكس التمويل عن طريق القرض بالفوائد فإن الخسارة المحتملة والمترتبة على الإنتاج تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك من خلال رفع الأسعار.⁽¹³⁾

وقد أكد المختصون طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي خلال الأزمة المالية العالمية وذلك من خلال التوسع في منح القروض المصرفية بفوائد، وكذلك توريق الديون، وتداولها في البورصات. أما بالنسبة للاقتصاد الإسلامي فإنه يربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة مما يضمن التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي، وتعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي تتمتع بالقدرة على تحقيق هذا التوازن، وذلك لأنه يشترط في إصدارها وجود أصول تمثلها، كما أنها تطمح إلى الابتعاد عن الربا، وتتعامل في الديون والنقود وفق أحكامهما الشرعية بما يضمن استقرار المعاملات المالية.⁽¹⁴⁾

كما أنه "يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الانهيارات المروعة والإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (البنك المركزي)، كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل 1 أو حتى بازل 2، وبعد انكشاف المستور وهذه التجاوزات الصارخة، بدأ ينادي الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قراراً يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار

(13) - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجاً - إعداد عبد الحميد فيجل، ص 129.

(14) - فعالية الصكوك في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 3، أحمد طرطار، وشوق الجباري، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية العدد 19، صادرة عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر ديسمبر 2013 م - صفر 1435 هـ، ص 20.

النظام الرأسمالي، كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالـصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.⁽¹⁵⁾ وذلك لما للـصكوك الإسلامية من دور في تـثمين أخلاقيات الرقابة.

ولكن في ظل الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى حدوث انهيارات كبرى في الاقتصاديات الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية، لم تكن الاقتصاديات الإسلامية بمنأى عن تأثيرات هذه الأزمة وذلك نظرا لترابط العالم، مما أدى إلى انتقال التأثير على سوق الـصكوك، حيث شهد إصدار الـصكوك تراجعاً سنة 2008 بأكثر من 50% ليبلغ 15,1 مليار دولار تقريباً، بينما بلغ النمو في سنة 2007، 71% بما قيمته 33,5 مليار دولار تقريباً، وفي الجدول التالي حجم إصدارات الـصكوك الإسلامية حسب الدول في الفترة 2007 - 2009.

الجدول (2): حجم إصدارات الـصكوك الإسلامية حسب الدول في الفترة 2007 - 2009

الدولة	2007(مليون دولار)	2008(مليون دولار)	2009(مليون دولار)
ماليزيا	13412,9	5470,4	13700
الإمارات	10807,5	5300,2	3100
السعودية	5716,3	1873,2	3000
البحرين	1065	700,4	1700
إندونيسيا	92,8	663,3	1800
باكستان	524,3	476,2	400
قطر	300	300,9	لم تصدر
الكويت	835	190	لم تصدر
بروناي	279,3	95,1	400
المجموع (مليار دولار)	33,0331	15,0697	24,1

المصدر: هـناء محمد طلال الحنيطي. دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان الأردن 1 - 2 كانون الأول/ديسمبر 2010، ص16.

من خلال الجدول السابق يظهر أن إصدارات الـصكوك الإسلامية كانت مزدهرة سنة 2007 حيث بلغت نسبة الإصدار خلال هذه السنة 33,0331 مليار دولار، إلا أنه تراجع في سنة 2008 حيث بلغ مجموع إصدارات الـصكوك خلالها 15,0697 مليار دولار. ويعزى ذلك لتأثير الأزمة على هذه الدول وانتشارها واتساعها. إلا أن سوق الإصدار حقق عودة قوية سنة 2009 حيث بلغ ما قيمته 24,1 مليار دولار بالرغم من استمرار الأزمة المالية العالمية.

(15) - فعالية الـصكوك في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 3، أحمد طرطار، وشوق الجباري، ص20.

المبحث الثاني: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.

لبيان أثر الصكوك الإسلامية على تحسين كفاءة السوق المالية يمكن تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول يهدف إلى تحديد مفهوم كفاءة السوق المالية ومستوياتها وأنواعها، فيما يهدف المطلب الثاني إلى بيان دور الصكوك في الرفع من كفاءة السوق المالية وتحسينها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالية ومتطلبات تحقيقها:

لقد أثار موضوع كفاءة سوق الأوراق المالية اهتمام كثير من الباحثين في مجال الاستثمار المالي، في محاولة منهم للإجابة عن مجموعة من الأسئلة التي يطرحها هذا الموضوع من قبيل: ما هي مقومات السوق الكفاء ومتطلباته؟ وما هي أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية؟ فضلا عن تعريف كفاءة السوق ومستوياتها. على أن هذا الموضوع يرتبط أساسا بكمية المعلومات والمعطيات المتوفرة في السوق للمستثمرين ومدى تمكنهم من الحصول عليها بشكل عادل، وكذا مدى تأثير أسعار الأسهم بناء على هذه المعلومات الواردة، ومدى سرعة وصولها لمختلف المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

1 – مفهوم كفاءة السوق:

يعني الاقتصاديون بكفاءة سوق الأوراق المالية، مدى توافر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة وصولها وقلة كلفتها. ومدى قدرة هذه الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة، على أن يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية، أو تعاملات نفذتها الشركة، أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة.⁽¹⁶⁾

وفي تعريف آخر قريب في معناه من التعريف السابق يرى بأن كفاءة السوق تتمثل في "مدى قدرة الأسواق على التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة بأقل تكلفة مختلفة ممكنة للموارد، على أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، أي تكون مناسبة مع معدلات العوائد المرودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول".⁽¹⁷⁾

من خلال التعريفين السابقين نجد أنهما يذكران خاصية أساسية في السوق الكفاء، وهي أن أسعار الأوراق المالية تتكيف فيه مع سرعة وصول المعلومات الجديدة، هذا الأمر هو الذي عبر Rely و Brow بقولهما: "سوق رأس المال الكفاء هو السوق الذي تتكيف فيه أسعار الأوراق المالية بسرعة مع وصول المعلومات الجديدة".⁽¹⁸⁾

(16) - الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، بتنظيم جامعة الزيتونة، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16-18/03/2014هـ، إعداد الدكتور عبد الله بن محمد الرزبن.

(17) - اندماجية الأسواق المالية في الاقتصاد الجزائري، بن خودة سعاد، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر، 2014، ص: 26.

(18) - Investment Analysis and portfolio Management, Frank K.Reilly, and Keith e.Brown, 10th edition, South-western USA , CE NAGE Learning, (p : 149) .

2 – أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

هناك نوعان من الكفاءة لسوق الأوراق المالية هما:

- أ – الكفاءة الكاملة: ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم. حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وعليه تتحقق الكفاءة المالية في ظل توافر الشروط التالية:
- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
 - حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
 - تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
 - رشاد المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.⁽¹⁹⁾

- ب – الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.⁽²⁰⁾

3 – متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية:

يتطلب تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية وجود سمتين أساسيتين هما:⁽²¹⁾

- أ – كفاءة التسعير: ويطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية؛ ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل بسرعة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبأقل تكلفة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة لديهم لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.
- ب – كفاءة التشغيل: ويطلق عليها الكفاءة الخارجية، وتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة. ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق)، فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

(19) – متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، د/ مفتاح صالح وأ/ معارف فريدة، مجلة الباحث، العدد: 2010/07، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص: 183.

(20) – الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس، اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16-18/03/2014 هـ، إعداد الدكتور عبد الله بن محمد الرزين.

(21) – عبد الغفار الحنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية الإسكندرية 2007، ص: 183 – 184، (بتصرف).

وهذا لا يمكن أن يتأتى إلا بالمنافسة العادلة بين السماسرة بعيدا عن تحقيق بعضهم لأرباح احتكارية، وتوظيف حرية دخول الأسواق المالية. هذا الأمر الذي تفتقده اليوم حتى الأسواق المالية العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو.

4 – صيغ كفاءة السوق :EMH Efficient market hypothesis

تعتبر نظرية كفاءة السوق أحد الركائز الأساسية لنظرية التمويل الحديثة، ونظرا إلى أن مفهوم الكفاءة نسبي وليس مطلق فإن الباحثين يقسمون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات،⁽²²⁾ هي:

أ – الصيغة ضعيفة الكفاءة: "وتعني هذه الصيغة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي كونت خلال فترات ماضية من التعامل، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى."⁽²³⁾

ب – الصيغة متوسطة الكفاءة: " يقتضي هذا الغرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها و في ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين."⁽²⁴⁾

ج – الصيغة قوية الكفاءة: " أي أن أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة (المعلنة وغير المعلنة)، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعكس على أسعار الأسهم المتداولة."⁽²⁵⁾

من خلال ما سبق يمكن أن نلاحظ أن الفروق الجوهرية بين هذه المستويات تتمثل وتكمن في مدى تأثير أسعار الأسهم بالمعلومات المتاحة في ظل السوق المالي.

(22)– Eugene F.Brigham, and Micheal C.Ehrharet , “ Financial Management, Theory and practice “ , 12th edition , South western USA , 2008 p.p (270-271).

(23) – الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، إعداد الدكتور عبد الله بن محمد الرزين.

(24) – متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، د/ مفتاح صالح و أمعارفي فريدة، مجلة الباحث عدد 2010-2009/07، ص:186.

(25) – سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي"، إعداد نبيل خليل طه سمور رسالة قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجيستير في إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية، غزة، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال 1428 هـ - 2007، ص: 38.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة السوق المالية.

تتعلق كفاءة سوق الأوراق المالية بأساسيات محددة في مقدمتها السعر العادل للأوراق المالية التي يتم التعامل بها ولعوائد تلك الأوراق سواء كانت صكوكا أو أسهما أو غيرها. والمقصود بالسعر العادل هو ذلك السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية لتلك الورقة المالية والتي تعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية. أما عائد الورقة المالية (سهم أو صك) فهو نصيب السهم من صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب. ويعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق أو عدم وجودها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر الورقة المالية فكلما كانت أسعار الأوراق المالية أكثر عدالة وقربا من قيمتها الحقيقية، كانت السوق المالية ذات كفاءة عالية.

"أما فيما يتعلق بكفاءة الأسواق بعوائد الأسهم الحقيقية فتأتي من خلال علاقة الكفاءة بأسعار تلك الأسهم علما بأن العلاقة بين سعر السهم وعائده الحقيقي عكسية، ويمكن تفسير تأثير عوائد الأسهم على كفاءة السوق كما يلي:

كلما كانت أسعار الأسهم أكثر (أو أقل) عدالة، كانت كفاءة السوق التسعيرية أقوى (أو أضعف)، وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وعائده الحقيقي، فإن ذلك يعني أنه كلما كان العائد يعبر عن المردود العادل الذي يستحقه حامل الورقة المالية كلما كانت كفاءة الأسواق أقوى (أو أضعف). ويمكن للمستثمرين ومن خلال تحليلاتهم للمعلومات أو استفادتهم من المعلومات بشكل أو بآخر أن يحصلوا على عوائد إضافية غير عادية وبالتالي الأسواق تكون غير كفؤة."⁽²⁶⁾

فالسوق يتصف بالكفاءة إذا كانت القيمة السوقية للسهم تساوي قيمته الحقيقية وإذا كانت القيمة السوقية أكبر فإنه في هذه الحالة يسعى المضاربون إلى البيع وبالتالي زيادة العرض على تلك الورقة المالية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية لتساوي القيمة الحقيقية. والمضارب بطبيعة الحال سيحقق بذلك ربحا غير عادي يمثل الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للورقة المالية.

ويمكن القول بأن هناك عدة أسباب تتدخل في اختلاف القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية منها:

- 1- المضاربات والتلاعب في أسعار الأوراق المالية في السوق المالية.
 - 2- عدم توافر المعلومات الكافية عن أداء المؤسسة المالية التي تمثل الورقة المالية حصصا فيها.
 - 3- الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل المؤسسة.
 - 4- تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين لنقص المعلومات.
 - 5- بطء ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة.
- وهنا تظهر أهمية الأدوات المالية الإسلامية وعلى رأسها الصكوك، والتي تهدف إلى جعل التداول يكون بسعر عادل وعائد ملائم، وتفادي الاختلافات الموجودة بين قيمة الورقة السوقية وقيمتها الحقيقية؛ وذلك من خلال توفير المعلومات بشكل دقيق، والإفصاح التام عن المعلومات وكذلك الالتزام بالضوابط الشرعية التي من شأنها تفادي الغرر والاحتكار والربا.⁽²⁷⁾

(26) - دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، بن زاوي محمد الشريف ونشيش فتيحة. الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد التسيير المركز الجامعي خميس مليانة خلال الفترة 13 و 14 مارس 2012 ص 14_15.

(27) - دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، بن زاوي محمد الشريف ونشيش فتيحة. ص 15 - 16.

لقد جاء الإسلام بمجموعة من المبادئ والضوابط والقواعد الشرعية العامة ونص على ضرورة مراعاتها عند إجراء العمليات المالية بشتى أنواعها، وهذه التعاليم التي جاء بها الإسلام من شأنها أن تضبط السوق المالية من الناحية الاقتصادية والاجتماعية، وتؤدي إلى تحقيق الكفاءة الداخلية والخارجية لسوق المالية. فعلى مستوى الكفاءة الخارجية نجد ذلك في تحريم الإسلام للربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون له الأثر البارز في عمل الأسواق المالية، كما أن العمل على إتاحة التفاعل بين العرض والطلب يعمل على الاقتراب، أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية. أما على مستوى الكفاءة الداخلية فقد نهى الشرع عن الاحتكار وحذر منه، كما أنه كفل للمتعاملين سهولة دخول السوق ويسر التعامل فيه وذلك من خلال مراعاة طبيعة المعاملات المالية التجارية وما تحتاجه من سرعة وسهولة في المبادلات وهذا الأمر من شأنه أن يساهم في تحقيق التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق على السلع العينية؛ الأمر الذي يعمل على الاقتراب من الأسعار العادلة أو تحقيقها. كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.⁽²⁸⁾

لذلك فإن كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوف تقل فيها المضاربات وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ و معيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية و قدرتها على تمويل المشاريع.⁽²⁹⁾

يمكن القول بأن الصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية ذلك أنها تبتعد عن الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دورا سلبيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي، فهي تضعف كفاءة الأسواق وتنخرها كالكسوس من الداخل، وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة. مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية. كما أنها تعمل على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة الحقيقية وتقليل حدة المضاربات كما أن زيادة كميته ونوعيته سيكون له بالغ الأثر في زيادة عمق السوق واتساعها.⁽³⁰⁾

ولمحاولة مزاجية النظري بالتطبيقي نقوم بمحاولة دراسة أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويمكن الوصول لذلك من خلال مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصك الإسلامي.

أولا: مؤشرات حجم السوق.

ولقياس حجم السوق نستخدم في ذلك مؤشرين أساسيين: عدد الشركات المدرجة في السوق المالية خلال فترة معينة وكذلك مؤشر نسبة رأس مال السوق خلال نفس الفترة وهي في هذه الدراسة ما بين 2001 و 2013.

(28) - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجا - عبد الحميد فيجلص 155 - 156.

(29) - دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، محمود القاضي، ضمن كتاب، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت لبنان 2005، ص 139-140.

(30) - فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، طرطار، شوقي جباري، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية العدد 19 ديسمبر 2013-صفر 1435هـ، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية ص 21.

أما بالنسبة لعدد الشركات المدرجة في السوق المالية الماليزية ما بين 2001 و 2013 فقد عرفت الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية زيادة ملحوظة حيث كان عددها في سنة 2001 يساوي 640 شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ليصل في سنة 2012 إلى 817 شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة الإسلامية. وفي سنة 2013 وصلت إلى 650 شركة، وهي نسبة كبيرة إذا ما قورنت مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والتي بلغ عددها في سنة 2013، 911، شركة أما من حيث النسب فقد عرفت كذلك تطورا ملحوظا حيث كانت نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية سنة 2001، 78% إلى العدد الكلي للشركات، وفي سنة 2012 بلغت نسبة 89%، أما في سنة 2013 فقد انخفضت إلى 71%.

وفيما يلي جدول يبين تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية الماليزية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2001-2013).

جدول(3): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية الماليزية والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2001-2013).

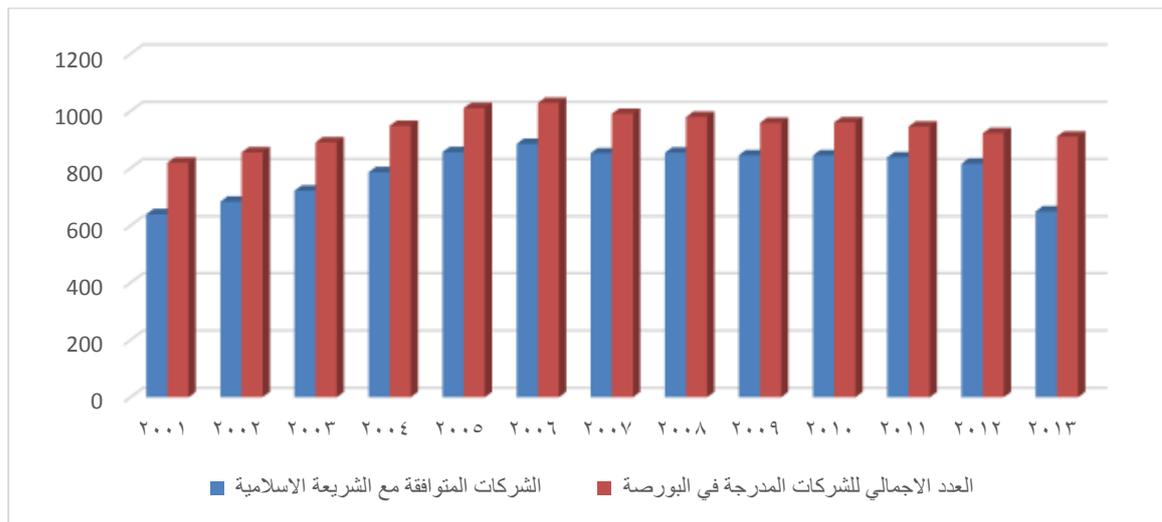
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
650	817	839	846	846	855	853	886	857	787	722	684	640	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا
911	923	946	961	959	980	991	1029	1011	949	891	856	820	العدد الإجمالي للشركات المدرجة
71	89	89	88	88	87	86	86,1	84,8	83	81	80	78	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

- Securities commission Malaysia, annual reports (2004.P2-16) ;(2005.P2-19) ;(2006.P6-47) ;(2007.P6-56) ;(2010.P6-56) ;(2011.P6-55) ;(2012.P6-63) ;(2013.P135).

بالاستعانة ب: تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجاً - عبد الحميد فيجل ص 249.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الآتي:

الشكل (1): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2001 - 2013).



أما بالنسبة لمؤشر نسبة رأس مال السوق أو مؤشر القيمة السوقية والذي يرتبط بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر وهذا المؤشر يعكس مستوى النشاط الاقتصادي في السوق حيث أن ارتفاع نسبة هذا المؤشر تدل على ارتفاع مستوى السوق، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي.⁽³¹⁾

وفيما يلي جدول يبين تطور رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا خلال الفترة من 2001 إلى 2013.

جدول: (4) تطور رسملة السوق المالي الإسلامي بماليزيا خلال الفترة من 2001 إلى 2013. (بليون رينجت ماليزي).

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
1702	1466	1285	1275	999	664	1106	828,7	695,3	722,04	640,3	481,6	465	رسملة سوق الأوراق المالية ككل
1072	938	810	803	639	425	708	548	440	448	384	285	296	رسملة سوق رأس

(31) - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزية أنموذجاً، عبد الحميد فيجل، ص 250.

المال الإسلامي (بليون رينكيت ماليزي)													
رسملة سوق رأس المال الإسلامي السوق الكلية %	63	64	63	63	64	64	64	64,56	63,28	62,04	59,97	60	63,65

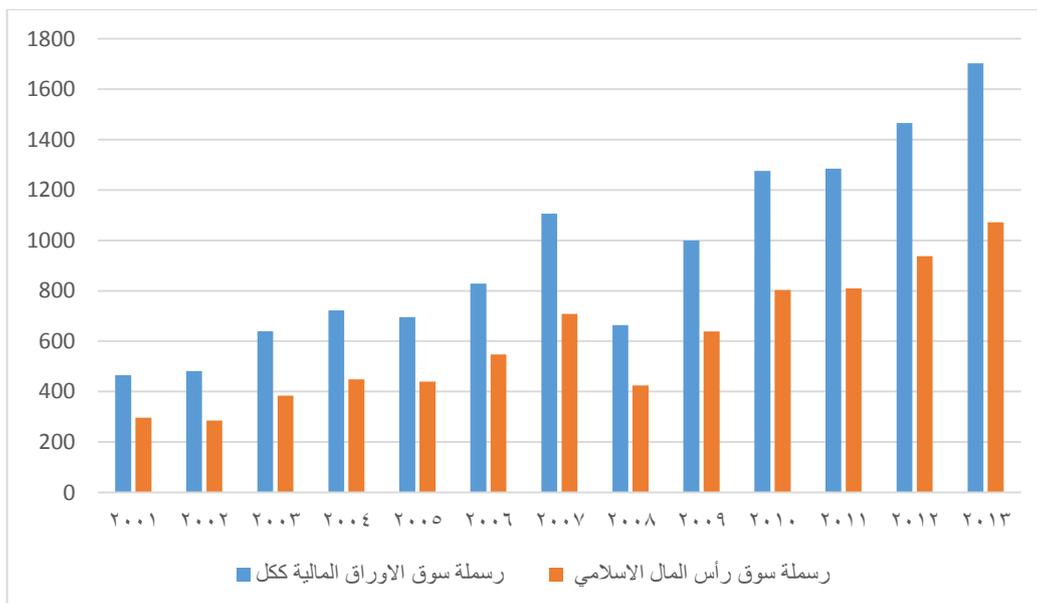
المصدر: 1- الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، بن الضيف محمد عدنان، مذكرة مقدمة متطلبات شهادة الماجستير تخصص نفود وتمويل كلية العلوم الاقتصاد والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر بسكرة 2007-2008، ص181.

2-تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي الرأس المال، التجربة الماليزية أنموذجاً، عبد الحميد فيجل. ص250.

Bursa Malaysia, annual reports (2004,p6), (2005,p52), (2007,p6) , (2009,p8), (2012,p13), (2013,p12).

ويمكن ترجمة بيانات هذا الجدول من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2): تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2013).



نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية إلى السوق ككل تتجاوز النصف طوال فترة الدراسة، يدل هذا على أن أكثر من نصف الأموال المدارة في السوق المالية هي أموال موافقة للشريعة الإسلامية وذلك طبقاً لما وضعتة اللجنة الاستشارية الشرعية.

ويرجع ذلك إلى تزايد عدد الشركات الموافقة في تعاملاتها لأحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في السوق المالية مقارنة مع العدد الكلي للشركات حيث بلغت سنة 2013، 650 شركة التي تمثل 71% من العدد الكلي الذي يبلغ 911 شركة.

من خلال هذه المؤشرات يمكننا القول أن الصكوك الإسلامية بشكل خاص والأدوات المالية الإسلامية بشكل عام لها دور في إرتفاع مستوى سوق رأس المال و كبره؛ وذلك من خلال زيادة عدد الأوراق المالية وزيادة نسبة الشركات المدرجة، و بعد هذا ننتقل إلى المؤشر الآخر الذي هو مؤشر حجم التداول.

ثانياً: مؤشر حجم التداول

يبين هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب فيها كما أنه يعكس سيولة السوق المالية أي مدى سهولة تحويل الصكوك الإسلامية وقلة تكلفة ذلك. فكلما كانت قيمة المؤشر مرتفعة دل ذلك على أنه يمكن تحويل الصكوك بسهولة وبأقل تكلفة، وهذا من شأنه الرفع من كفاءة السوق المالية.⁽³²⁾

وفي الدراسة التطبيقية على سوق رأس المال الماليزي يمكن ملاحظة تطور مؤشر حجم التداول من خلال الجدول التالي:

الجدول (11) تطور قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2001 - 2013)، (بليون رينجت ماليزي).

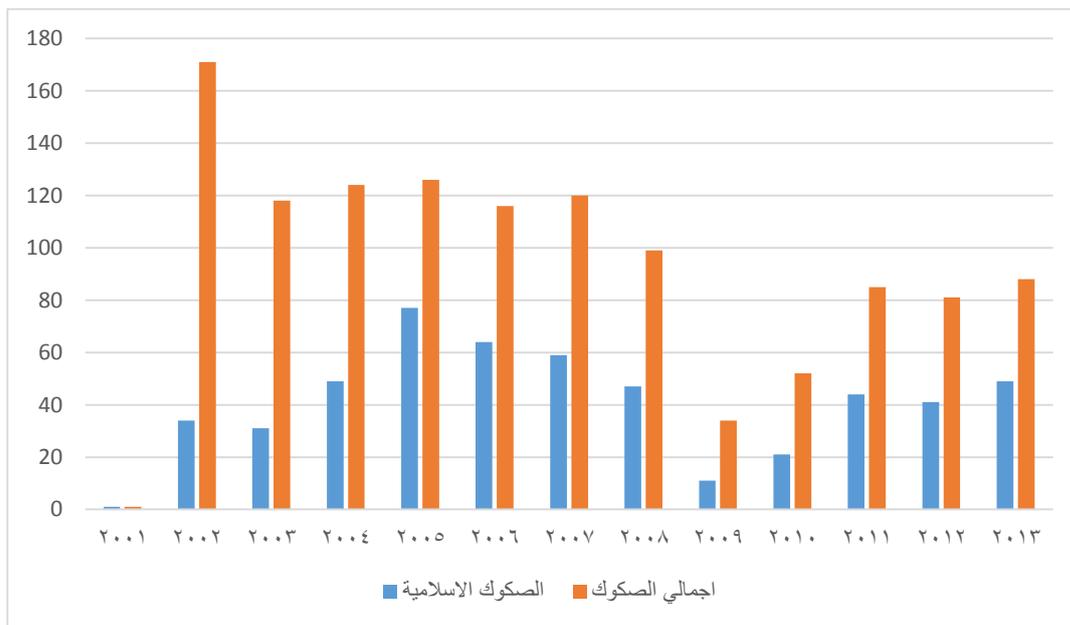
السنة	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
العدد	49	41	44	21	11	47	59	64	77	49	31	34	—
القيمة	99,13	71,1	78,9	40,33	33,96	43,2	121,3	42,02	43,32	15,16	12	17,6	13,5
النسبة %	66,93	68,80	70	36,40	59,10	30,90	76,40	55,40	72,40	31,69	25	31,00	43,80
العدد	88	81	85	52	34	99	120	116	126	124	118	171	—
القيمة	148,1	103,3	114,33	63,58	57,49	140	158,8	75,83	60,66	47,84	47,3	56,01	30,31

(32) - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجريبية الماليزيا أنموذجاً، عبد الحميد فيجل، ص 251.

المصدر: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية. محمد غزال، ص 260.

- Securities commission malaysia , annual reports (2001,P1-41), (2002,P2-26),(2004,P2-43),(2005,P1-21),(2006,P6-45),(2007,P6-49),(2008,P6-55),(2009,P6-51),(2010,P54),(2011,P6-53),(2012,P6-53),(2013,P125).

الشكل (3) تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001 - 2013).



من خلال الجدول السابق نلاحظ أن حجم التداول قد ارتفع ما بين سنة 2001 وسنة 2013، حيث كانت قيمته في سنة 2001، 13,5 بليون رينجت ماليزي؛ بينما وصلت قيمته سنة 2013 إلى 99,13 بليون رينجت. وهذا يدل على ارتفاع قيمة الصكوك المتداولة في السوق خلال هذه الفترة، ويدل على الأثر الذي تلعبه الصكوك في المساهمة في تحقيق كفاءة السوق المالية.

ثالثاً: مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية.

"يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير إلى سيولة السوق المالية أيضاً، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق وبوصفه يمثل قيمة الصكوك المتداولة (أحجام التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة هذا المؤشر ويشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية."⁽³³⁾

(33) - دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة 2008-2015، اعداد الطالبة زاغر هالة، تحت إشراف الأستاذة بن سميحة دلال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016 - 2017، ص 98.

وبالرجوع إلى الجدولين السابقين الجدول (10) الذي يبين تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال (2001-2013) والذي يعيننا فيه بالضبط رسملة سوق رأس المال الإسلامي. والجدول (11) الذي يبين تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة نفسها، والذي يهمننا فيه هنا الخانات التي تمثل قيمة الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2013) حيث يمكن من خلالهما حساب قيمة مؤشر معدل دوران الصكوك وذلك وفق العلاقة التالية:

معدل دوران الصكوك = (قيمة الصكوك المتداولة ÷ القيمة السوقية) × 100. وهو ما سنضمنه في الجدول الآتي:

الجدول (5) تطور معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001 – 2013).

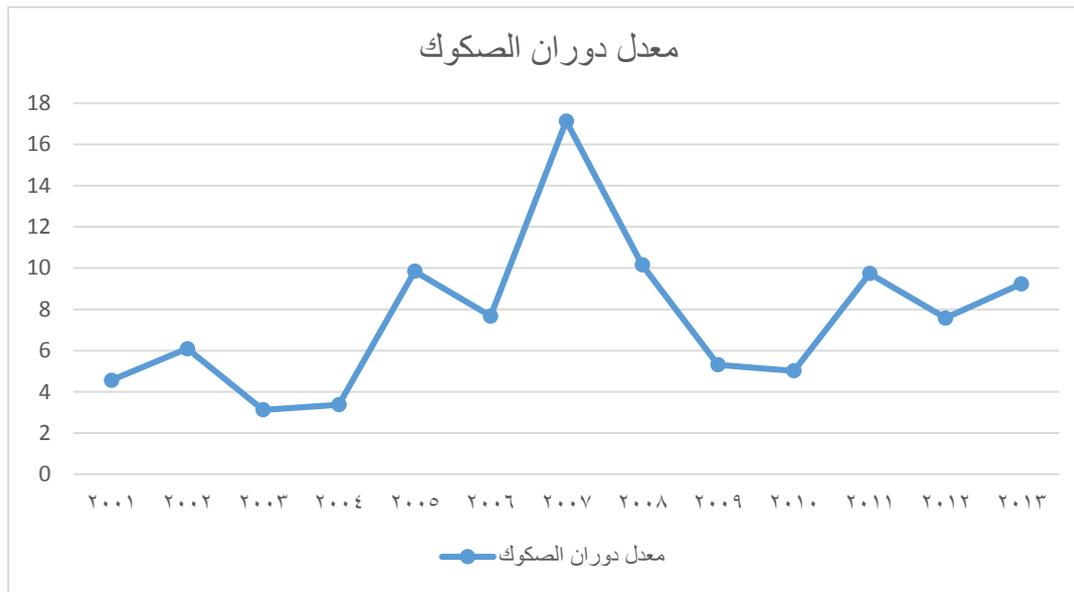
الوحدة: بليون رينجت ماليزي.

السنوات	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
قيمة الصكوك المتداولة	99,13	71,1	78,9	40,33	33,96	43,2	121,3	42,02	43,32	15,16	12	17,5	13,5
القيمة السوقية	1072	938	810	810	639	425	708	548	440	448	384	289	296
قيمة الصكوك المتداولة على القيمة السوقية %	9,24	7,58	9,74	5,02	5,31	10,16	17,13	7,67	9,85	3,38	3,13	6,09	4,56

المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الجدولين السابقين ودراسة عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي الرأس المال، التجربة الماليزية أنموذجا. ص253.

ويمكن بيان تطور مؤشر دوران الصكوك في سوق رأس المال الماليزي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4): تطور معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2001 – 2013).



نلاحظ من خلال الجدول أن مؤشر معدل دوران الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013) شهد ارتفاعا مهما في سنة 2007 حيث بلغ ما نسبته 17,13% وهي نسبة مهمة إذا ما قورنت بما كانت عليه في سنة 2001 وهي 4,56% والتي تعد نسبة ضعيفة.

"أما خلال الفترة 2008 إلى غاية 2013 فنلاحظ تذبذبا شديدا وبالتالي يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر معدل دوران الصكوك، وبالرغم من ذلك يمكن القول بأنه كان في اتجاه تصاعدي خلال الفترة المدروسة ككل فقد سجل أعلى معدل دوران خلال سنتي 2007 و 2008 بمعدل 17,13% و معدل 10,16% على التوالي و أدنى معدل دوران كان سنة 2004 بمعدل 3,13%".⁽³⁴⁾

وهذا يدل على توفر السيولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالإضافة إلى سهولة إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق وقلة تكلفتها على العموم وهذا من مؤشرات كفاءة السوق المالية.

خاتمة:

لقد تزايد في الآونة الأخيرة اهتمام المؤسسات المالية بالهندسة المالية؛ والتي تعبر عن تلك العملية التي يمكن من خلالها ابتكار منتجات مالية جديدة تلبى مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية، أو تطوير منتجات مالية قائمة. إلا أن التطبيق الخاطئ لها قد يكون سببا في حصول الأزمات المالية، وهو الأمر الذي أدى إلى حدوث أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشارها سنة 2008 مخلفة وراءها اضطراب حاد على مستوى مختلف الأنظمة الاقتصادية، وقد أظهرت هذه الأزمة فشل الهندسة المالية التقليدية من خلال مجموعة من منتجاتها والتي يراها البعض أنها السبب الحقيقي وراء هذه الأزمة، وعلى رأسها المشتقات المالية والتي تتسم بقدر كبير من المخاطرة،

(34) - تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال التجربة الماليزيا أنموذجا، عبد الحميد فيجل، ص 251.

كما أن التعامل عليها لا يعد تعاملاً إنتاجياً يؤدي إلى تولد منافع حقيقية للمجتمع، وإنما يؤدي إلى تحول الثروة وتكدسها في يد من يستطيعون الصمود في صالات الرهان والقمار ومن تسعفهم حساباتهم وحظوظهم للربح. وكذلك الشراء الهامشي **Trading on Margin** والذي يهدف العميل من ورائه الاستفادة من تقلبات الأسعار حيث يتوجه إلى إحدى شركات الوساطة المالية، ويبيد رغبته في استثمار مبلغ محدد في أسهم شركة ما، إلى أن الوسيط يغيره باستثمار المزيد في أسهم تلك الشركة وذلك بإقرضه مبلغاً لاستثماره يكون مضموناً بتلك الأسهم بسعر الفائدة الموجود في السوق، إلا أنه عند هبوط السعر تحدث الكارثة حيث ستطالب شركة الوساطة العميل بدفع فارق السعر، وعند عجز العميل عن ذلك سيقوم الوسيط ببيع جزء مما لديه من الأسهم مجازفة منه على نسبة الهامش، فتتخفف الأسعار مع زيادة عمليات البيع فيطالب بسداد الفرق مرة أخرى وهكذا حتى يقع العميل بالإفلاس، ويمكن تصور هذا الأمر على مستوى أكبر من التعامل، الأمر الذي سيحدث آثار أكبر وأوسع. وكذلك البيع على المكشوف **Short Sale** وغيرها من المنتجات التي لا تكاد تخلو من صور الربا أو الغرر أو القمار. وهذا ما أدى إلى زيادة اهتمام كثير من الخبراء والاقتصاديين بالهندسة المالية الإسلامية ومنتجاتها، والتي تتميز بالجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية. ومن هذه المنتجات المالية الإسلامية الصكوك الاستثمارية. وقد تمحور هذا البحث حول دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية، ومن خلال ذلك يمكننا استخلاص النتائج والتوصيات التالية:

1/ النتائج:

- تعتبر الصكوك الإسلامية إحدى منتجات الهندسة المالية الإسلامية، ويتم إصدارها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وتخضع لرقابة الهيئة الشرعية التي تحرص على التزامها بالأحكام الشرعية في جميع مراحل إصدارها.
- تلعب الصكوك الإسلامية دوراً مهماً في تحقيق استقرار سوق الأوراق المالية، والرفع من كفاءتها. وذلك لما توفره من سيولة للسوق، كما أنها زادت من حجم السوق، ويظهر ذلك من خلال مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصكوك كما سبق.
- تعتبر الصكوك الإسلامية من الوسائل الفعالة في معالجة الأزمات المالية.
- تساهم الصكوك الإسلامية في تقادي الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وذلك لانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية في التعامل، وخلوها من الغرر والاحتكار المنهي عنه شرعاً.
- لإجمالي إصدار الصكوك الإسلامية أثر إيجابي على مؤشرات سوق الأوراق المالية، وبالتالي يكون له الأثر الإيجابي كذلك في تنشيط السوق المالية.
- توجد علاقة ارتباطية بين إصدارات الصكوك الإسلامية ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

2/ التوصيات:

- ضرورة إنشاء سوق للأوراق المالية الإسلامية تكون منفصلة في هيكلتها وبنيتها عن باقي الأسواق المالية الأخرى حتى تقوم بالدور المخول لها على أكمل وجه.
- لا بد كذلك من محاولة الترويج للاستثمار في الصكوك من خلال الدعاية الإعلامية، وإقامة الندوات والمؤتمرات واللقاءات العلمية لمدارسه الإشكالات التي تطرحها الصكوك الإسلامية وإيجاد حلول لها وتطويرها.

- العمل على إنشاء مؤسسات بحثية تضم خيرة الباحثين المتخصصين في هذا المجال لمحاولة تطوير منتجات الصكوك الإسلامية، بما يحقق الحاجيات التمويلية والاستثمارية لمختلف القطاعات الاقتصادية.
- العمل على إنشاء مراكز بحثية لتأهيل الكوادر البشرية اللازمة للعمل في سوق الصكوك الإسلامية.
- السعي إلى توحيد المعايير الشرعية والمحاسبية الخاصة بالصكوك الإسلامية والتي تتوافق مع طبيعتها.
- السعي إلى الاعتماد على الصيغ التمويلية التي تقوم على المشاركة في الربح والخسارة بشكل أكبر من طرف المؤسسات المالية الإسلامية، باعتبارها الأكثر كفاءة وفعالية.

3/ آفاق البحث:

- في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يمكن أن نقترح على الباحثين إجراء الدراسات التالية:
- 1 - دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية. بالتركيز على منتجات مالية غير الصكوك.
 - 2 - دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية.
 - 3 - إمكانية إيجاد سوق الأوراق المالية الإسلامية بالمغرب بالاستفادة من تجارب دول أخرى.
 - 4 - دور الهندسة المالية الإسلامية في إيجاد أدوات مالية لإدارة مخاطر سوق الأوراق المالية.

لائحة المصادر والمراجع

❖ القرآن الكريم برواية ورش عن نافع.

1 - المصادر والمراجع باللغة العربية:

- أبو النصر، عصام. 2006. أسواق الأوراق المالية البورصة في ميزان الفقه الإسلامي. الطبعة الأولى. دار النشر للجامعات - القاهرة.
- آل سلمان، مبارك بن سليمان بن محمد. 1426 هـ - 2005 م. أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. الطبعة الأولى. دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع.
- لروا، فرانسوا. 1991م. الأسواق الدولية للرساميل. المؤسسة الجامعية.
- ابن قدامة. المغني لابن قدامة مكتبة القاهرة بدون طبعة 1388هـ - 1968م.
- ابن منذر. الإجماع. دار الكتب العلمية - بيروت.
- أبو الفتوح الناقة، أحمد. 1998. نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية. الناشر مؤسسة شباب الجامعة، بدون طبعة.
- البروارى، شعبان محمد إسلام. 2002. سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي دراس تحليلية نقدية، الطبعة الأولى. دار الفكر.
- الجميل، سرمد كوكب. المدخل إلى الأسواق المالية. شركة دار الأكاديميون لنشر والتوزيع بدون طبعة بدون تاريخ.
- الحنفي، عبد الغفار. 2007. استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم-سندات-وثائق الاستثمار - الخيارات، الدار الجامعية الإسكندرية

- الخرششي، شرح مختصر خليل للخرشي مع حاشية العدوي، دار الفكر للطباعة بيروت بدون طبعة وبدون تاريخ.
- الخياط، عبد العزيز. 1994/1416م. الشركات في الشريعة الإسلامية، الطبعة الرابعة. مؤسسة الرسالة - بيروت.
- الدسوقي، محمد بن أحمد بن عرفة. حاشية الدسوقي على الشرح الكبير محمد بن أحمد بن عرفة الدسوقي، دار الفكر بدون طبعة بدون تاريخ.
- الزحيلي، وهبة. 2002. المعاملات المالية المعاصرة. الطبعة الأولى. دمشق سوريا. دار الفكر.
- السلطان، صالح بن محمد بن سليمان. 1427 هـ - 2006 م. الأسهم - حكمها وآثارها. الطبعة الأولى. دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية.
- الشربيني الشافعي، شمس الدين، محمد بن أحمد الخطيب (977هـ). الإقناع في حل ألفاظ أبي شجاع. تحقيق مكتب البحوث والدراسات - دار الفكر، دار الفكر - بيروت.
- العبادي، هاشم فوزي دباس. 2008. الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية. الطبعة الأولى. مؤسسة الوراق، عمان.
- العيفة، عبد الحق. 1998. قرارات وتوصيات مجمع الفقه الإسلامي، الدورات من 1 إلى 10، القرارات من 1 إلى 97، تجميع الدكتور عبد الحق العيفة. دار القلم دمشق ط2.
- القاضي، محمود. 2005. دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال. ضمن كتاب، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت لبنان.
- الكاساني، علاء الدين. 1986 بدائع الصنائع في ترتيب الشرائع. الطبعة الأولى. دار الكتب العلمية.
- المعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي تم اعتمادها حتى صفر 1439 هـ - نوفمبر 2017م.
- المومني، غازي فلاح. 1429 هـ - 2009م. إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. دار المناهج للنشر والتوزيع،
- النبھاني، تقي الدين. 2004. النظام الاقتصادي في الإسلام، الطبعة السادسة. دار الأمة بيروت - لبنان.
- النشار، محمد عبد الفتاح. 2006. الأسهم في سوق الأوراق المالية، رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي. دار الجامعة الجديدة الإسكندرية.
- النووي، محيي الدين بن شرف. المجموع شرح المهذب. ويليه فتح العزيز شرح الوجيز، ويليه التلخيص الحبير في تخريج أحاديث الرافعي الكبير، دار الفكر بدون طبعة بدون تاريخ.
- الورغمي، ابن عرفة. 2014. المختصر الفقهي لابن عرفة الورغمي، تحقيق د. حافظ عبد الرحمن محمد خير. الطبعة الأولى. مؤسسة خلف أحمد الخبتور للأعمال الخيرية.
- حماد، طارق عبد العال. 2001. المشتقات المالية المفاهيم - المخاطر - المحاسبة، الدار الجامعية مصر.
- دوابة، أشرف محمد. 1430 هـ/2009م. الصكوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. الطبعة الأولى. دار السلام.
- دوابة، أشرف محمد. 2006. دور الأوراق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصاريف الإسلامية. الطبعة الأولى. دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة.

- دوابة، محمد أشرف. 2017. الهندسة المالية الإسلامية. الطبعة الأولى. دار السلام.
- رضوان، سمير عبد الحميد. 1996. أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية. المعهد العالمي للفكر الإسلامي - القاهرة،
- رضوان، سمير عبد الحميد. 2005. المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. الطبعة الأولى. دار النشر للجامعات مصر
- رضوان، سمير عبد الحميد. 2009م. أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحريك الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية. الطبعة الأولى. دار النشر للجامعات،
- شلتوت، محمود. الفتاوى. الطبعة الثامنة. مطابع الشروق بيروت.
- قندوز، عبد الكريم. 2017. الخيارات المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى، الطبعة الأولى. إصدارات إي - كتب - لندن.
- قندوز، عبد الكريم. 2008. الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق. الطبعة الأولى. مؤسسة الرسالة ناشرون.
- قنطجى، سامر مظهر. 2010. صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. شعاع للنشر والعلوم، حلب.
- كافي، مصطفى يوسف. 2009. بورصة الأوراق المالية. الطبعة الأولى. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
- كمال محمد، يوسف. 2002. فقه الاقتصاد النقدي، النقود - المصارف - البورصات. الطبعة الرابعة. دار القلم للنشر والتوزيع.
- موسى، محمد يوسف. 1958. الإسلام ومشكلاتنا الحاضرة، سلسلة الثقافة الإسلامية.
- هندي، منير إبراهيم. الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التورق والمشتقات. الجزء الأول التوريق، منشأة المعارف الإسكندرية.
- هندي، منير إبراهيم. 1997م. الأوراق المالية وأسواق رأس المال. منشأة المعارف - الإسكندرية
- القره داغي، علي محيي الدين. 2003. بحوث في الاقتصاد الإسلامي. الطبعة الأولى. دار البشائر الإسلامية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت لبنان.
- ب- الأطروحات والرسائل الجامعية:**
- أحمد محي الدين أحمد حسن. 1989م. سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي. إعداد الطالب أحمد محي الدين أحمد حسن بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي جامعة أم القرى كلية الشريعة والدراسات الإسلامية.
- الجوزية، أسامة عبد الحليم. 2009. صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، تحت إشراف الدكتور سامر قنطجى، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، قسم الدراسات العليا.
- بن الضيف، محمد عدنان. 2008. الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة مقدمة متطلبات شهادة الماجستير تخصص نقود وتمويل كلية العلوم الاقتصاد والتسيير، قسم العلوم الاقتصادية جامعة جامعة محمد خيضر بسكرة 2007-2008.
- بن حاسين، بن عمر. 2013. فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية - " إعداد الطالب بن عمر بن حاسين، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان الجزائر، تحت إشراف الدكتور بن بوزيان محمد 2012م-2013م.

- بن خودة، سعاد. 2014. اندماجية الأسواق المالية في الاقتصاد الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر.
- بن زاوي، نسرين. 2007. آثار العولمة المالية على فعالية سوق رأس المال - مع إشارة خاصة لحالة الجزائر -، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مناجمت المؤسسة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي العربي بن مهدي، أم البواقي.
- تراب، كريم. 2010. تسنيد الديون في التشريع المغربي، رسالة ماستر تحت إشراف الدكتور بمفضل الوالي ماستر قانون الأعمال، جامعة الحسن الثاني عين الشق، كلية العلوم القانونية والاقتصادية والاجتماعية، الدار البيضاء 2009م - 2010م.
- جراي، زكرياء. 2016. دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية جامعة محمد خيضر - بسكرة الجزائر من إعداد الطالب زكرياء جراي، تحت إشراف الدكتور عمر قريد السنة الجامعية 2015 - 2016.
- حامد، أحمد إسحاق الأمين. 2005. الصكوك الاستثمارية وعلاج مخاطرها، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية في جامعة اليرموك، إربد، الأردن 19 شوال 1426هـ/ 21 تشرين الثاني 2005م. تحت إشراف الدكتور كمال توفيق حطاب.
- خاطر، السعيدة. 2015. التمويل الإسلامي ومدى فعاليته في معالجة الأزمة المالية العالمية 2008، رسالة ماجستير في الاقتصاد تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة وهران 2 محمد بن أحمد، 2014/2015.
- زاغر، هالة. 2017. دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية خلال الفترة 2008-2015، إعداد الطالبة زاغر هالة، تحت إشراف الأستاذة بن سميحة دلال، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016 - 2017.
- زاهرة، علي محمد بني عامر. 2008. التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، إشراف الدكتور عبد الجبار حمد عبيد السبهاني، رسالة ماجستير، تخصص الاقتصاد والمصارف الإسلامية، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد الأردن، 2008م - 1429هـ.
- زايدي، إيناس. 2015. دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تحسين أداء أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة بعض أسواق الأوراق المالية العربية - " إيناس زايدي، بحث مقدم من متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي - أم البواقي الجزائر، 2014-2015.
- سلطان، مونية. 2014. كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني - دراسة حالة بورصة ماليزيا - أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر من إعداد مونية سلطان، تحت إشراف أ.د. صالح مفتاح. 2014/2015.

- سمور، نبيل خليل طه. 2007. سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي"، إعداد نبيل خليل طه سمور رسالة قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية، غزة، كلية التجارة قسم إدارة الأعمال 1428 هـ - 2007م.
- غزال، محمد. 2013. دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية من إعداد الطالب محمد غزال تحت إشراف الدكتور صالح صالح، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر 2012م - 2013م.
- فيجل، عبد الحميد. 2015. تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجاً. مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية إعداد عبد الحميد فيجل إشراف الدكتور لخضر مرغاد.
- لعمش، أمال. 2012. دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المصرفية دراسة نقدية لبعض المنتجات المصرفية الإسلامية، أمال لعمش مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم التجارية فرع دراسات مالية ومحاسبية معمقة جامعة فرحات عباس - سطيف كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم التجارية 2011/2012.
- نزار سناء. 2016. دور آليات التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي - خلال الفترة 2001 - 2015. رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، من إعداد الطالبة نزار سناء إشراف الدكتور رحمان موسى، جامعة محمد خيضر بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر 2015م/2016م.
- ج- المجلات والملتقيات.**
- معطى الله خير الدين وأ. شرياق رفيق (جامعة قالمة)، 2012. الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية أبحث مقدم للملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة يومي 03 - 04 ديسمبر 2012.
- إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية بحث مقدم للملتقى السنوي الإسلامي السابع، الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، عمان الأردن سبتمبر 2004م.
- الحنيطي، هناء محمد طلال. 2010. دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية. ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان الأردن 1 - 2 كانون الأول/ديسمبر 2010.
- الرززين، عبد الله بن محمد. 1426 هـ. الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس، اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية، بتنظيم جامعة الزيتونة، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، في الفترة من 16 - 18/03/1426 هـ، إعداد الدكتور عبد الله بن محمد الرززين.

- الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد. 1999. نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي، جدة المملكة العربية السعودية، المجلد 11، (1419هـ - 1999م).
- الساعاتي، عبد الرحيم عبد الحميد. مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة. مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد الإسلامي م15.
- السلمي، محمد المختار. الاختيارات، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد السابع الجزء الأول.
- السويلم، سامي بن إبراهيم 2010. مدخل إلى أصول التمويل الإسلامي. بحث مقدم للقاء العاشر لرؤساء أقسام الاقتصاد والاقتصاد الإسلامي، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، محرم 1432هـ، نسخة أولى رمضان 1431هـ - أغسطس 2010م.
- السويلم، سامي. 2019. ضوابط التحوط في التمويل الإسلامي، ورقة عمل ضمن ورشة تطبيقات التحوط في المؤسسات المالية الإسلامية مقدمة لندوة البركة التاسعة والثلاثون للاقتصاد الإسلامي 8-9 رمضان 1440هـ/ 13-14 مايو 2019م.
- السويلم، سامي. 2004. صناعة الهندسة المالية نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث والتدريب شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، نسخة منقحة، ربيع الأول 1425هـ - أبريل 2004م. بيت المشورة للتدريب، الكويت.
- الشايجي، وليد خالد. و الحجي، عبد الله يوسف. 2005. صكوك الاستثمار الشرعية. بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، جامعة الإمارات العربية المتحدة، م3، ط1.
- الفهر الشريف، حمزة بن حسين. 2010. ضمانات الصكوك الإسلامية، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية عرض وتقييم، المنعقد في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة 10 - 11 جمادى الآخرة 1431هـ الموافق ل24 - 25 مايو 2010م.
- القرار رقم 137(3/15)، قرار بشأن صكوك الإجارة مجلة مجمع عدد 15 الجزء 2 الدورة الخامسة عشرة 1425هـ - 2004م.
- القرار رقم 30(3/4) بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد الرابع، الجزء الثالث ص2161 وما بعدها.
- القره داغي. الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي. مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد السابع، الجزء الأول.
- القرى، محمد علي. 2008. كيف تتوافق الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر السابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية البحرين 22-23 جمادى الأولى 1429هـ - مايو 2008، الدكتور محمد علي القرى جامعة الملك عبد العزيز جدة.
- القرى، محمد علي. 2009. الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها الدكتور محمد علي القرى بن عيد جامعة الملك عبد العزيز جدة، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الإمارات العربية المتحدة، 26 - 30 أبريل 2009م.
- المكحل ياسر ومايا فنتي. 2013. دور الصكوك الإسلامية في التمويل: التجربة البريطانية، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك إربد الأردن 12 - 13 تشرين الثاني 2013.
- بلوافي أحمد. 2008. البنوك الإسلامية والاستقرار المالي تحليل تجريبي مناقشة نتائج ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، أحمد بلوافي مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي م21ع2 صص 69-93(2008م|1429هـ).

- بن زاوي محمد الشريف ونشنتش فتيحة. 2012. دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد التسيير المركز الجامعي خميس مليانة خلال الفترة 13 و 14 مارس 2012.
- بن عمارة، نوال. 2009. الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين، نوال بن عمارة، مجلة الباحث عدد9، جامعة ورقلة الجزائر 2011.
- حسان، حامد حسين حامد. 1424. صكوك الاستثمار، د. حامد حسين حامد حسان بحث مقدم لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين 1424هـ.
- حسان، حسين حامد. صكوك الاستثمار الإسلامي، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
- خطاب، توفيق كمال. 2005. نحو سوق مالية إسلامية، ب حث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي جامعة أم القرى مكة المكرمة.
- خنيوة محمد الأمين و أ. حنان علي موسى. منتجات الهندسة المالية الإسلامية الواقع والتحديات ومناهج التطوير. مجلة الواحات للبحوث والدراسات العدد 12 غرداية.
- دوابة، أشرف محمد. شهادات الإيداع القابلة للتداول لرؤية إسلامية، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
- زعتري، علاء الدين. 2010. الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، الشيخ علاء الدين زعتري بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان "الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية، ممارسات دولية." عمان، 19، 2010/07/18.
- صالح، مفتاح. ومعارفي، فريدة. 2010. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد: 2010/07، جامعة محمد خيضر بسكرة.
- طرطار، أحمد. و الجباري شروق. 2013 فعالية الصكوك في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة 3، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية العدد 19، صادرة عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر ديسمبر 2013م - صفر 1435هـ.
- عبد الجبار م.م سرمد. دور الهندسة المالية في تطوير المصارف الإسلامية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية المجلد 13 العدد 53.
- فتح الرحمن علي محمد صالح. 2002. أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي العدد 26، ديسمبر 2002 بنك السودان الخرطوم.
- قبالان، حسين. 2011. مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة دمشق للأوراق المالية - قبالان حسين، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11 لسنة 2011، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
- قندوز، عبد الكريم. 2007. الهندسة المالية الإسلامية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي. م 2.ع.2، 2007م/1428هـ.

– مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدولي العدد السابع.

- محمد صالح، فتح الرحمن علي. 2008. دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية د. فتح الرحمن علي محمد صالح ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية يوليو 2008، إتحاد المصارف العربية.
- محمد علي، نادية أمين 2005. صكوك الاستثمار الشرعية خصائصها وأنواعها، د.نادية أمين محمد علي بحث مقدم لمؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات مايو 2005م، المؤتمر السنوي الرابع عشر.
- محيسن، فؤاد محمد أحمد. 2006. الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداوله. ملخص دراسة أعدها د. فؤاد محمد أحمد محيسن بإشراف الأستاذ الدكتور عبد السلام العبادي، والأستاذ الدكتور خالد أمين عبد الله للحصول على درجة لدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية نوقشت بتاريخ 2006/7/30 مقدمة لمجمع الفقه الإسلامي الدولي في دورته التاسعة عشرة بالشارقة - الإمارات العربية المتحدة.
- مشتاق محمود السبعوي وسلام أنور أحمد فاتح سليمان. 2012. الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي "دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية) ، بحث منشور في مجلة كلية الإدارة والاقتصاد جامعة كركور العراق العدد2 السنة 2012 المجلد الثاني.
- نزار، سناء. ورحماني، موسى. 2016م. دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال - دراسة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2000 - 2014م، (جامعة بسكرة الجزائر)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية العدد التاسع عشر جوان 2016.
- نصيف، نبيل. الأسواق المالية من منظور النظام الاقتصادي الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي العدد السادس الجزء الثاني.
- أبو غدة، عبد الستار. 2009. ضوابط وتطوير المشتقات المالية في العمل المالي (العربون - السلم - تداول الديون). ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية. 18 - 19 مايو 2009.
- سعدي، هاجر. ولعلام، لامبة. 1436هـ. دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية العقود المركبة نموذجاً، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار المالي والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية يومي 6 و5 رجب 1436هـ.
- د. الأبحاث المنشورة على شبكة الانترنت.
- الأزمة المالية العالمية وقائع وتجارب tahawolat.com/cms/article/php3?id-article:2296 .
- البديوي، سعاد. 2018 . مظاهر انفتاح النظام المالي المغربي الحديث "المالية التشاركية نموذجاً". مقال منشور بمجلة القانون والأعمال بتاريخ 12 نوفمبر 2018. Www.droitentreprise.com
- شحاتة، عبد الله. الأزمة المالية المفهوم والأسباب.
- كيف اندلعت الأزمة المالية لسنة 2008؟ وماهي أزمة الرهن العقاري؟ مجلة أمناي www.amnaymag.com. (تاريخ الاطلاع 2019/9/1).
- www.pidegypt.org/download/forum/azma.doc
- تاريخ الاطلاع 2019/2/7.

2. المراجع الأجنبية:

Books and research paper.

- Narayanan.S and Rashmi.D,(2004)"Assessment of Financial stability", Sveriges Risk bank, Stockholm. Scschool of economics.
- AL-Suwailem Sami, "Hedging in Islamic finance", paper,NIO, publications of Islamic Development Bank,2006.
- BIS, Issues of measurement related to market size and macro prudential risks in derivatives markets - Basle February 1995.
- Finnerty , J.D(1988), financial engineering in corporate finance : An over view, financial management , vol 17, no 4(winter 1988) p.p1433-,published by Wiley on behalf of the financial management association international.
- Frank K.Reilly and keith e.Brown ; Investment Analysis and protfolio Management , , 10th edition, South-western USA , CE NAGE Learning.
- Robert M.Heath, International Monetary Fund (IMF), statistics department, the statistical measurement of financial derivatives, prepared by Robert M.Heath, authorist for distribution by Kevin w.O'connor. March 1998.
- Sami Al-suwailem: Hedging in Islamic finance, occasional paper No 10, Islamic Development Bank, Jeddah- kingdom ,Saudi Arabia,2006.
- Zvi bodie, financial engineering and social security reform, chapiterin NBER book risk of investment - based social security reform editor : John Y.campbell and Martin Feldstein, University of Chicago press (January 2001).
- Encyclopedia Britanica ,1988, vol 5.
- Eugene F.Brigham , and Micheal C.Ehrhareth , " Financial Management , Theory and practice " , 12th edition , South western USA , 2008.
- Garry Schinasi, (2004),"Defining Financial stability", IMF Working paper No.wp/04/187, October2004.

Web sites :

- Emanuel Derman, "Financial engineering as a career part 1, July 7, 2011.
(blogs.reuters.com/Emanuel derman .ع تاريخ الاطلاع 27/03/2019
- www.BursaMalaysia.com/market/product-service/indices/ftse-bursa-Malaysia-indices/overview

Doi: doi.org/10.52133/ijrsp.v3.36.19