

المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية
حالة سوق الأسهم السعودية وإمكانية استفادة بورصة الجزائر منها-

أ. براق محمد

المدرسة العليا للتجارة - القليعة - تيبازة

esc16berrag@gmail.com

الطالب فيجل عبد الحميد

المدرسة العليا للتجارة - القليعة - تيبازة

feidjel@gmail.com

تاريخ الوصول: 2018/01/21 / القبول: 2018/04/27 / النشر على الخط: 2018/06/15

Received: 21/01/2018 / Accepted: 27/04/2018 / Published online: 15/06/2018

الملخص

يتطلب إنشاء سوق الأوراق المالية الإسلامية توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يراعي خصوصيتها، بحيث تعمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية وتمكن من تحقيق أقصى استفادة ممكنة من مزاياها. وقد تمكنت دول كثيرة من وضع هذا الإطار وأصبحت رائدة في مجال الصناعة المالية الإسلامية مثل ماليزيا، والسودان. وهناك دول أخرى يتوفر بها الإطار التشريعي والتنظيمي إلا أنه لا يراعي خصوصية الصناعة المالية الإسلامية، لكنه يوافقها في الكثير من جوانبها، وهي حالة سوق الأسهم السعودية.

في هذا الإطار، تأتي هذه الورقة لتسلط الضوء على مختلف المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية وتطويرها، من خلال التعرف على جانبها النظري، ومحاولة إسقاطها على تجربة سوق الأسهم السعودية، واستخراج بعض جوانب الاستفادة منها لبورصة الجزائر.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية الإسلامية، المتطلبات التشريعية والتنظيمية، سوق الأسهم السعودية، بورصة الجزائر.

The Requirements legislative and regulatory for establishing an Islamic stock market - Case of the Saudi stock market and its utilization on the stock exchange of Algeria - Abstract

The creation of the Islamic stock market requires a legislative and regulatory framework that takes into account its specificity, So that it operates in accordance with the rules of Islamic law and enables the maximum benefit of its benefits. Many countries have developed this framework and become a leader in Islamic finance industry such as Malaysia and Sudan. Other countries have the legislative and regulatory framework but do not take into account the specificity of the Islamic financial industry, But he agrees with it in many respects, the state of the Saudi stock market.

In this context, this paper highlights the various legislative and regulatory requirements for establishing and developing the Islamic stock market, Through the recognition of the theoretical part, and try to drop on the experience of the Saudi stock market, and extract some aspects of the use of the Stock Exchange of Algeria.

Key words: Islamic Securities Market, Legislative and Regulatory Requirements, Saudi Stock Exchange, Algeria Stock Exchange.

مقدمة

تشهد الصناعة المالية الإسلامية رواجاً ملحوظاً على المستويين المحلي والدولي، واهتماماً لدى المجتمعات المسلمة والغربية على حد سواء، ويعتبر العمل على تطوير أسواق الأوراق المالية الإسلامية ومختلف أدواتها ومؤسساتها من أهم مظاهر هذا النمو والتطور، والبحث في كيفية توفير المتطلبات اللازمة لإقامة هذه الأسواق أولوية لتحقيق أقصى استفادة من مزايا هذه الأسواق، وتمثل المتطلبات التشريعية والتنظيمية المعقدة استناداً إلى ضوابط الشريعة الإسلامية أهم المتطلبات الواجب توفيرها، خاصة في بيئة تعمل فيها الصناعة المالية الإسلامية جنباً إلى جنب مع الصناعة المالية التقليدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توفير متطلبات تشريعية وتنظيمية تراعي خصوصية الصناعة المالية الإسلامية.

وقد تمكنت الكثير من الدول العربية والإسلامية من تحويل كامل نظامها المالي والمصرفي إلى العمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية مثل السودان وباكستان، ودول أخرى تسمح بتعايش النظامين في جو من المنافسة بينهما، مثل ماليزيا التي حققت نتائج مميزة. أما السعودية فسوقها المحلية للأوراق المالية التقليدية وتعمل ضمن إطار تشريعي وتنظيمي تقليدي محكم، ورغم ذلك تحتل مراتب متقدمة في الصناعة المالية الإسلامية عالمياً.

انطلاقاً مما سبق، تطرح إشكالية البحث الموالية:

ماهي المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية على ضوء تجربة سوق الأسهم السعودية؟ وما الدروس

المستفادة منها لتحويل بورصة الجزائر إلى العمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية؟

ولمعالجة الإشكالية المطروحة تم تقسيم هذه الورقة وفق العناصر الموالية.

1 - مفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية بشكل عام أحد أهم مصادر تمويل الاقتصاديات وزيادة حركيتها ونموها، وتزداد أهميتها عندما تأخذ الصبغة الإسلامية، حيث تتغير الخصائص، وتنوع الأدوات، وتؤخذ أهداف أخرى بعين الاعتبار.

1 1 - تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

يمكن إيراد التعاريف الموالية:

عرفت سوق الأوراق المالية الإسلامية بأنها "سوق يتم فيها تداول أموال الاستثمار على أساس توقعات ربح المؤسسات، والتي تعكس فيها المعدلات النسبية للربح الكفاءة النسبية للمؤسسات، وتكون معدلات الربح فيها ليست بفعل اختلال السوق".¹

أي أن سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق تسودها المنافسة الشريفة العادلة، ويتحقق الربح فيها حسب الكفاءة النسبية للمؤسسة، وليس بناء على الممارسات والتلاعبات المحظورة شرعاً.

وعرفت بأنها "سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعاً وشراءً لمختلف الأوراق المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".²

وتكون "سوقاً منظمة" عندما تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها، ويكون "التعامل شرعياً" عندما يجري التداول على أوراق مالية ويصح إصدارها شرعاً وبصيغ مشروعة، وأن تتقيد كافة عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات.³

فسوق الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن تخضع لتشريعات تنظمها في إطار الشريعة الإسلامية بما يمكن من خدمة الاقتصاد الوطني وتنمية المجتمع.

وبناء على ما سبق، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية من منظور إسلامي بأنها، سوق منظمة لتداول أموال الاستثمار بمختلف الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتخضع لتشريعات وتنظيمات تحكم مختلف آليات وأدوات التعامل فيها في إطار ضوابط الشريعة الإسلامية لتحقيق مختلف أهداف الاقتصاد الوطني. وقد يكون لها مكان محدد أو ليس لها مكان أي يتم التعامل باستخدام وسائل التكنولوجيا الحديثة.

1 2 - خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بخصائص منها أنها سوق تنعدم فيها المضاربة⁴، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، لأن كفاءتها تتحدد بقدرتها على تمويل المشاريع المنتجة الجديدة، كما أنها لا تتعامل بأدوات الدين، بل تشجع وتحفز تداول أدوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية ما يخدم التبادل الحقيقي للسلع والخدمات، إضافة إلى غياب الاحتكارات والمعلومات المضللة مما يمنع التأثير السلبي في أسعار الأوراق المالية المتداولة.⁴

كما تتصف سوق الأوراق المالية الإسلامية بتبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، كي تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم، واستناد القيمة السوقية على توقعات المدى البعيد، مما يقلل من المضاربة البحتة ويشجع الاستثمارات طويلة الأجل، فضلاً عن قدرتها على توجيه السلوك العام للمساهمين بحيث يصبح الاهتمام بإشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، وتحقيق أهداف المجتمع.⁵

1 3 - أهداف ومهام سوق الأوراق المالية الإسلامية

لسوق الأوراق المالية الإسلامية أهداف ومهام تختلف عن سوق الأوراق المالية التقليدية، لما لها من ضوابط خاصة بها، وقد تلتقيان في أهداف ومهام معينة.

1-3-1 أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل أهداف سوق الأوراق المالية الإسلامية في المساهمة في تنشيط وتنمية التمويل الإسلامي للمشروعات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل وذلك بتيسير وتقديم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقاً للأسعار الجارية، على المستويين الجزئي والكلّي. كما تهدف إلى ترشيد السلوك الاستثماري للمتعاملين بنشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية الحقيقية للمؤسسات أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق ومنه تحقيق الاستخدام الأفضل للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل، وكذا حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق وحماية النشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية، وذلك عن طريق نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة ومنع جميع الأسباب المؤدية إليها.⁶

1-3-2 مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمثل مهام سوق الأوراق المالية الإسلامية فيما يلي:⁷

- تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً، أو يريد سيولة سريعة.
- تنمية الوعي الادخاري للناس، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.
- تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.
- توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، من خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب.
- توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.
- تساعد على توزيع الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.

- تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، لأجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
- تساعد الصكوك الإسلامية الحكومة على تمويل المشاريع التنموية، وأيضاً بالنسبة للقطاع الخاص.
- كما تساعد البنوك الإسلامية على تحقيق أهدافها التنموية، حيث توفر الموارد المالية طويلة الأجل، مما يتيح لهذه البنوك استثمار هذه الموارد في مشروعات استثمارية مادية، وإنشاء صناديق استثمار من غير القيم المنقولة والتأسيس والمساهمة في الشركات التي تباشر أنشطة التأجير التمويلي وعقود (B.O.T)** ورأس المال المخاطر، بالإضافة إلى الاستثمارات المالية من خلال إدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.⁸
- تعبئة المدخرات وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى البلاد الغربية مما يخدم التنمية في البلاد الإسلامية.⁹

2 - المتطلبات التشريعية والتنظيمية (توفر الإطار القانوني) لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية

يعتبر توفر الإطار التشريعي والتنظيمي من أهم المتطلبات اللازمة لقيام أية سوق للأوراق المالية، وتظهر أهميته أكثر عندما ينجز تبعاً لضوابط السوق في الاقتصاد الإسلامي.

2 4 - تعريف المتطلبات التشريعية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

يقصد بالمتطلبات التشريعية والتنظيمية "مجموعة القوانين والأنظمة والتعليمات التي تحكم عمل سوق الأوراق المالية من حيث إصدار الأوراق المالية، تداول الأوراق المالية، إجراءات التسوية والمقاصة، تسجيل ونقل الملكية".¹⁰ وينبغي أن تكون هذه القوانين مرنة، بما يسمح باستيعاب التطورات المحتملة والمتوقعة، وقادرة على التكيف مع المستجدات، وتمكن من تسيير التعامل في السوق وتوفير الحماية اللازمة للمتعاملين داخل السوق.¹¹

وللمتطلبات التشريعية والتنظيمية دورين رئيسيين هما، دور تأسيسي ودور تنموي، ومن الأهمية ألا يطغى أحد هذين الدورين على الآخر عند صياغة التشريعات والتنظيمات، وينبغي أن يكون الهدف إيجاد نوع من التوازن بينهما ذلك أن الغاية من التشريعات والتنظيمات هي تطوير السوق وتمكينه من تحقيق المصداقية والعدالة والكفاءة والفعالية.¹²

2 2 - تقسيمات المتطلبات التشريعية والتنظيمية

تقسم التشريعات والتنظيمات بصفة عامة إلى التشريعات التعريفية، التشريعات التحفيزية، والتشريعات الرقابية، ويمكن توضيح كل منها فيما يلي:¹³

2-2-1- المتطلبات التشريعية والتنظيمية التعريفية

وهي التي تعرف وتحدد العناصر والأنشطة المكونة للنظام المالي بشكل عام وللسوق الأوراق المالية الإسلامية بشكل خاص، من أشخاص اعتباريين أو طبيعيين أو أدوات وأساليب ومفاهيم مستخدمة، وتحدد هذه التشريعات وظائف ومسؤوليات كل جهة والإجراءات التي تحكم عمل وحركة هذه العناصر والأنشطة.

2-2-2- المتطلبات التشريعية والتنظيمية التحفيزية

وهي التي تهدف إلى تحفيز وتشجيع المشاركين في السوق على ممارسة نشاطهم وأعمالهم وفق سلوك مهني بناء يساهم في تطوير السوق وأنشطتها.

2-2-3- المتطلبات التشريعية والتنظيمية الرقابية

وتهدف إلى تعزيز الرقابة الفعالة على السوق وتأمين الحماية للمتعاملين والمشاركين، كما تحدد النشاطات المخالفة التي تضر بالسوق والعقوبات لمنع المتعاملين من ممارسة هذه الأنشطة.

3 - مكونات المتطلبات التشريعية والتنظيمية

عموماً، تتكون المتطلبات التشريعية والتنظيمية لإنشاء سوق ما، من قوانين أساسية، وتنظيمات وتعليمات تبين المهام وتحدد المسؤوليات والآليات المتبعة في التعامل.

3 4 - القوانين

يمكن تقسيمها إلى ثلاثة قوانين أساسية تتمثل في قانون الشركات، قانون الأوراق المالية، وقانون هيئة سوق الأوراق المالية.¹⁴

3-1-1- قانون الشركات

يتضمن قانون الشركات مختلف الأشكال القانونية للشركات ومتطلبات تسجيلها والإجراءات القانونية المتعلقة بها أثناء ممارسة أنشطتها وحتى خروجها من العمل وتصفيته.¹⁵ ولقانون الشركات أهمية قصوى كونه ينظم القطاع الاقتصادي من حيث آلية تأسيس الشركات والأدوات المالية والاستثمارية المسموح لها طرحها للاكتتاب العام.¹⁶

ويعتبر قانون الشركات من أهم القوانين المتعلقة بسوق الأوراق المالية، كونه يحدد إجراءات تأسيس الشركات المساهمة العامة وتسجيلها، ويحدد أنواع الأدوات المالية التي يمكن لهذه الشركات إصدارها، وشروط ومتطلبات الإصدار، إضافة إلى إجراءات الخصوصية، وملكية الأسهم ورأس مال الشركات بمختلف أنواعها، وكيفية تسديده، وهيكله وعمليات الاندماج وغيرها مما يتعلق بشؤون الشركات، كما يتضمن أحكاماً تمكن من توفير الحماية لحقوق المساهمين والمستثمرين، وسلامة النظام المالي، ومن ضمنها تلك المتعلقة بمتطلبات الإفصاح ومستلزمات الرقابة وجهاتها.¹⁷

3-1-2- قانون الأوراق المالية (قانون سوق الأوراق المالية)

وينبغي أن يتضمن القضايا المتمثلة في أحكام وشروط ومتطلبات العضوية في السوق، أحكام إدراج وإلغاء إدراج الأوراق المالية في السوق، متطلبات الإفصاح والشفافية، أحكام تنظيم أنشطة الوسطاء، أحكام تداول الأوراق المالية، تعليمات عن نقل الملكية وتسجيل الأوراق المالية، متطلبات السلوك المهني للمتعاملين في السوق، وأحكام المخالفات والعقوبات، وغيرها.¹⁸ كما قد يتضمن تأسيس السوق والشكل القانوني لها وأهدافها وتنظيمها، وتحديد نوعية وطبيعة الأوراق المالية المتداولة في السوق، لذلك يسمى قانون الأوراق المالية - أيضاً - بقانون سوق الأوراق المالية.

3-1-3- قانون هيئة سوق الأوراق المالية

ويتضمن هذا القانون - على سبيل المثال لا الحصر - المحاور المتعلقة بفصل الدور الرقابي لهيئة سوق الأوراق المالية عن الدور التنفيذي لإدارة السوق، تحديد مهام وصلاحيات الهيئة، تحديد القطاعات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، إضافة إلى تحديد التنظيم الإداري للهيئة، وغيرها.¹⁹

3 2 - التنظيمات

تمثل التنظيمات مختلف القواعد والأحكام واللوائح المكملة للقوانين والتي تحدد، تحكم وتنظم مختلف الأنظمة اللازمة لعمل السوق كنظام العضوية، نظام التداول، نظام الإدراج، ونظام الإفصاح وغيرها.

3-2-1- نظام التداول

ويمثل مجموعة القواعد والأحكام التي يتم من خلالها تنظيم وتنفيذ عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال تحديث عملية التداول ومكنتها.²⁰ وتمكن الأنظمة الإلكترونية من ربط كافة المتعاملين بالبورصة بصورة آنية، مما يساهم في زيادة سرعة إتمام التعاملات وزيادة مستويات المنافسة وشفافية السوق، ومنه رفع كفاءتها وفعاليتها.²¹

3-2-2- نظام الإفصاح والشفافية

ويضم مجموعة القواعد والإرشادات التي تنظم عملية إفصاح الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق عن بياناتها المرحلية والتغيرات الجوهرية.²² وتتضمن هذه القواعد والأحكام ضرورة إدخال المعلومات والبيانات المالية اللازمة في القوائم المالية للشركة، ويعتبر هدف البيانات المالية توفير معلومات عن الوضع المالي للشركة ونتيجة أعمالها والتغيرات في حقوق المساهمين وتدفعاتها النقدية التي يستفيد منها مستخدموها في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.²³

3-2-3- أنظمة أخرى

توجد أنظمة أخرى في سوق الأوراق المالية منها، نظام الإدراج، نظام العضوية، نظام فض المنازعات، وقواعد السلوك المهني. وتمثل هذه الأنظمة مختلف القواعد والأحكام والإرشادات والتي قد تأخذ شكل لوائح تبين شروط إدراج الشركات في السوق وتنظم علاقة الوسيط بالعميل ومختلف أطراف السوق، كما تعالج مختلف الاختلالات التي تحدث في السوق كمخالفة نظام الإفصاح والشفافية، وتعمل على تسوية النزاعات أو أي قضايا أخرى.²⁴

3 3 - التعليمات

وتصدر هذه التعليمات لتفسير مختلف القوانين والتنظيمات التي سبق ذكرها ومواكبة القضايا المستجدة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية الإسلامية كإصدار تراخيص لتسجيل صناديق الاستثمار الإسلامية ومختلف الشركات المتعاملة في السوق وغيرها من التعليمات. وما يشترط في هذه المتطلبات التشريعية والتنظيمية أن يكون مصدرها الشريعة الإسلامية ولا مانع من الاستفادة من بعض القوانين واللوائح المعمول بها في بعض أسواق الأوراق المالية القائمة حالياً في بعض البلدان الإسلامية التي سمحت بالنشاط المالي الإسلامي، ثم التأكيد من أن هذه القوانين واللوائح غير متعارضة مع قواعد الشريعة الإسلامية وأنها ستسهم في تحقيق مقاصدها.²⁵ وهذا يعني أن التشريعات والتنظيمات ينبغي أن تصاغ تبعاً لمبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية وليس العكس.

4 -مدخل إلى سوق الأسهم السعودية

تحتل السعودية مكانة بارزة عالمياً في مجال الصناعة المالية الإسلامية، وتعتبر سوق الأسهم السعودية من أكبر الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي.

4 1 -نشأة وتطور سوق الأسهم السعودية

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم إلى عام 1932، عندما تم إنشاء أول شركة مساهمة في المملكة وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالى إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات الميلادية، حيث تزايدت أعداد هذه الشركات، وتم إنشاء سوق غير رسمية للأسهم في أوائل الثمانينيات، إلى أن صدر الأمر السامي 8/1230 عام 1984 بتنظيم التداول، حيث أوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي.²⁶ ولتدعيم جهود مؤسسة النقد العربي السعودي^(****) في تحقيق الانسجام والتوافق بين رغبات المستثمرين، تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في سنة 1984، والتي أوكلت لها مهمة إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، والقيام بكافة العمليات المساندة لتسوية الصفقات ونقل الملكية وتحويل الشهادات الخاصة بأسهم الشركات إلى إشعارات.²⁷

وفي عام 1990 بدأ السوق بتطبيق النظام الآلي نظام (ESIS) Electronic Securities Information System المختص بالتداول وعمليات التسوية والتقاص، والذي استبدل بنظام "تداول" سنة 2001، كما صدر في 2003 نظام السوق المالية وتم بموجبه إنشاء هيئة السوق المالية.²⁸

4 2 -أهداف سوق الأسهم السعودية

تتمثل أهم أهداف السوق في توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم، تطوير السوق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة، تشجيع المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق، تحقيق عوائد مالية مجزية للشركة ومساهميها، وتقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية.²⁹

4 3 - خصائص سوق الأسهم السعودية

تتميز سوق الأسهم السعودية بالخصائص منها أنها حديثة النشأة مقارنة بالأسواق المالية العالمية في الدول المتقدمة، وقلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق مقارنة بحجم الاقتصاد السعودي الكبير، إضافة إلى ضيق السوق، حيث يعد حجم المعاملات في السوق محدوداً نسبياً مقارنة بعدد الأسهم المصدره.³⁰

كما تتميز سوق الأسهم السعودية بكونها الأكبر والأكثر سيولة على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما تعد أكبر من بعض الأسواق الناشئة - مثل سوق الأسهم التركية، إضافة إلى أنها تعد نسبياً أكبر تقدماً من الأسواق الإقليمية الأخرى من حيث السيولة والقوى المحركة في السوق، وأداء السوق قوى نتيجة لعدد من العوامل منها، الأسس الاقتصادية القوية، السياسات الاقتصادية المحفزة، الأنظمة الاحترازية والرقابة الصارمة.³¹

5 - الأطر التشريعية والتنظيمية لعمل سوق الأسهم السعودية (نظام السوق المالية)

عملت السعودية على توفير المتطلبات التشريعية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية بما فقامت بإصدار "نظام السوق المالية" والذي رسم الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق.

5 4 - القوانين

صدر نظام السوق المالية في السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم 30/م بتاريخ 2003/07/31، والقاضي بإعادة هيكلة السوق من الناحية التنظيمية والإشرافية.³²

5-1-1- قانون هيئة سوق الأوراق المالية السعودية (هيئة السوق المالية)

هيئة السوق المالية هي هيئة حكومية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتم إنشاؤها بموجب نظام السوق المالية - السالف الذكر - بهدف وضع إطار تنظيمي ورقابي وإشرافي لسوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية.³³ ومن مهامها إيجاد سوق منظمة، عادلة وشفافة تحقق حماية جميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية، كالاحتيال، الغش، التدليس، والتلاعب وغيرها.³⁴ وقد حدد نظام السوق المالية مسؤوليات الهيئة³⁵، فعلى سبيل المثال، من مسؤوليات الهيئة تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها.

5-1-2- قانون سوق الأوراق المالية السعودية (تداول)

نص "نظام السوق المالية"³⁶ على أن تنشأ سوق لتداول الأوراق المالية تسمى "السوق المالية السعودية" صفتها النظامية شركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة. وتتمثل أهم أهدافها في التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول وآلياته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق، وكذا توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية، إضافة إلى وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها، فضلاً عن التحقق من قوة ومثانة الأوضاع المالية للوسطاء ووضع الترتيبات اللازمة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

وقد تأسست السوق المالية السعودية (تداول) بعد موافقة مجلس الوزراء السعودي يوم 19 مارس 2007.³⁷

5-1-3- قانون الشركات (نظام الشركات)

تمثل وزارة التجارة والصناعة أحد أعضاء مجلس إدارة السوق المالية في السعودية³⁸. وقد صدر عن وزارة التجارة والصناعة بالمملكة العربية السعودية "نظام الشركات" لعام 1437هـ/2015، والذي يعتبر القانون الذي ينظم الشركات في المملكة ومختلف جوانبها، ويمكن ملاحظة ذلك في ما يلي:

- تعريف الشركة ومختلف الأشكال التي يمكن تأسيسها في السعودية.³⁹ تم تحديد أسباب انقضاء كل نوع من أنواع الشركات⁴⁰
- تحديد مختلف الأحكام المتعلقة بشركات المساهمة من حيث التعريف والتأسيس والإدارة، كما تم تحديد لجنة المراجعة ونطاق عملها وهيكلها. كما بين الصكوك التي يمكن للشركة إصدارها، بما فيها الأسهم وأدوات الدين والصكوك التمويلية، وتوضيح الأمور المتعلقة بالإصدار والإدراج. كما حدد في الفصل الثالث مالية شركة المساهمة، كما أوضح كيفية وإجراءات تعديل رأس مال الشركة. إضافة إلى تبيان حالات وإجراءات انقضاء الشركة المساهمة، وغيرها من الأحكام والقواعد والإجراءات المتعلقة بمختلف أشكال الشركات.⁴¹

5 2 - اللوائح التنظيمية لنظام السوق المالية في السعودية

يقصد باللوائح التنفيذية "مجموعة اللوائح والقواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية".⁴² وقد أصدر مجلس هيئة السوق المالية في السعودية مجموعة من اللوائح التنفيذية منها ما يلي:

5-2-1- لائحة طرح الأوراق المالية ولائحة قواعد التسجيل والإدراج

تم إصدار هاتين اللائحتين من طرف هيئة السوق بشكل منفصل لقيامها بمسؤولية تنظيم إصدار الأوراق المالية بشكل أفضل، حيث حددت فيهما شروط الطرح العام والطرح الخاص والطرح المستثنى، إضافة إلى تحديد شروط المستشار المالي والتزاماته وشروط التسجيل والإدراج، وشروط التسجيل في القائمة الرسمية، وضوابط نشرات الإصدار ومختلف التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في نظام السوق المالية.⁴³

5-2-2- لائحة سلوكيات السوق ولائحة الأشخاص المرخص لهم

تهدف اللائحة الأولى إلى حماية المتعاملين في السوق من الممارسات والسلوكيات غير النظامية ومنها، التلاعب والشائعات، وكذا التداول بناء على معلومات داخلية.⁴⁴ بينما تحدد اللائحة الثانية مختلف الإجراءات والشروط اللازمة لحصول مختلف القائمين بأعمال الأوراق المالية - المستشارين الماليين، الوسطاء والوكلاء، ومديري المحافظ وغيرهم - على الترخيص واستمرار صلاحيته، وكذا القواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم، فضلاً عن التزامهم بعدد من الضوابط منها النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح وغيرها.⁴⁵

5-2-3- اللوائح الأخرى

توجد لوائح أخرى تنظم العمل في سوق الأسهم السعودية ومنها ما يلي:

- لائحة أعمال الأوراق المالية، وقائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها، وتتعلق الأولى بممارسة أعمال الأوراق المالية والترخيص بشكل عام، بينما تتعلق الثانية بتعريف مختلف المصطلحات العامة المستخدمة في أنظمة ولوائح السوق بشكل واضح ودقيق.⁴⁶

- لائحة حوكمة الشركات، تتعلق بحقوق المساهمين والجمعية العمومية والإفصاح والشفافية ومهام ومسؤوليات مجالس إدارة الشركات.⁴⁷

- لائحة صناديق الاستثمار ولائحة صناديق الاستثمار العقاري، وتختص كل لائحة بتحديد مختلف الأحكام والشروط التي تضبط آلية التعامل في صناديق الاستثمار وكذا صناديق الاستثمار العقاري.⁴⁸

وضمنا لحسن تنفيذ "نظام السوق المالية" ومختلف لوائحه التنفيذية فقد نص النظام على إنشاء لجنة تختص بالفصل في المنازعات في نطاق أحكام النظام وتعليماته ولوائحه التنفيذية وتسمى هذه اللجنة باسم "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية".⁴⁹ كما نص على وجود "لجنة استئناف" للنظر في القرارات الصادرة من "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية"، وتكون قرارات "لجنة الاستئناف" نهائية.⁵⁰ إضافة إلى إنشاء إدارة باسم "مركز إيداع الأوراق المالية" باعتبارها الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها وتسجيل مقاصتها وملكيته.⁵¹ ويهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة وتشريعات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.⁵²

6 - الصناعة المالية الإسلامية في سوق الأسهم السعودية في ظل الإطار التشريعي والتنظيمي السائد

رغم حداثة التجربة السعودية في مجال الصناعة المالية الإسلامية إلا أنها حققت أرقاما قياسية محليا وعالميا.

6 4 - نشأة وتطور الصناعة المالية الإسلامية في السعودية وموقعها العالمي

في عام 1985، تأسست أول شركة إسلامية تحت اسم الشركة الوطنية للتأمين التعاوني.⁵³ وفي 1987، تم تحويل مؤسسة الراجحي للصرافة السعودية إلى مصرف إسلامي تحت اسم شركة الراجحي المصرفية للاستثمار.⁵⁴ وقد قام المصرف الأهلي التجاري عام 1987 بإنشاء أول صندوق استثماري متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتمت هيكلته بناء على صيغة المراجعة، كما قام بإنشاء فرع إسلامي له في عام 1990. وقد تكاثرت الفروع وانتشرت حتى بلغت 223 فرعا في عام 2008، وكان هذا النجاح المحقق للبنك الأهلي التجاري دافعا لباقي البنوك التقليدية الأخرى بالسعودية للتحويل نحو الصيرفة الإسلامية بشكل جزئي أو كلي.⁵⁵ وتشير إحصائيات عام 2013 أنه أصبح يوجد في السعودية 12 بنكا تجاريا، منها 08 بنوك تقليدية، و04 إسلامية، تعمل جميعها تحت إشراف ورقابة مؤسسة النقد السعودي، وتقدم البنوك التجارية الثمانية خدمات إسلامية بدرجات متفاوتة، وفي كل منها توجد هيئة للرقابة الشرعية.⁵⁶ وفي عام 2005، بادرت شركة "سابك" إلى إصدار أول صكوك إسلامية في السوق السعودية المحلية بقيمة 03 مليار ريال وهو أكبر إصدار للصكوك الإسلامية على مستوى المنطقة العربية، وتعتبر هذه التجربة خطوة بالغة الأهمية في مسيرة شركة "سابك"، كونها لقيت إقبالا واسعا من المستثمرين السعوديين عند طرحها للاكتتاب، ومهدت الطريق لفتح قناة استثمارية رأسمالية في السعودية غير الأسهم لتطوير السوق المالية السعودية وتزويد المستثمرين بخيارات أوسع.⁵⁷

وبالنسبة لمكانة السعودية في الصناعة المالية الإسلامية عالميا، فيبرز دورها كأحد أكبر الدول في قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية. ففي عام 2013 - مثلا - ساهمت السعودية بنسبة 16% من الأصول المصرفية الإسلامية العالمية، تلتها ماليزيا بنسبة 08%، ثم الإمارات بنسبة 05%، فالكويت وقطر بنسبتي 04% و 03% تواليا.⁵⁸ وفيما يتعلق بصناديق الاستثمار الإسلامية، فقد استحوذت السعودية إلى جانب ماليزيا في عام 2013 على ما نسبته 63% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية، ويوجد فيهما 468 صندوقا استثماريا، بحيث تشكل صناديق السوق المالية الجزء الأكبر من صناديق الاستثمار الإسلامية والتي بلغ حجم أصولها حوالي 20 مليار دولار.⁵⁹ كما احتلت السعودية المرتبة الثانية في إصدارات الصكوك الجديدة في عام 2013 بنسبة 12%، بعد ماليزيا التي حلت أولا بنسبة 29%.⁶⁰ كما تعتبر السعودية وماليزيا أكبر سوقين للتأمين التكافلي في العالم، فحسب تقرير التكافل العالمي الصادر في 2013، فقد بلغت حصة السعودية نسبة 51% من إجمالي التكافل العالمي عام 2012.⁶¹

6 2 - مظاهر الصناعة المالية الإسلامية في سوق الأسهم السعودية

تنوع المؤسسات والبنوك والشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية كما تتعدد الأدوات المتداولة فيها كالأسهم والصكوك الإسلامية وغيرها.

6-2-1- البنوك الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودية

كل البنوك التجارية الاثني عشر الموجودة في السعودية مدرجة في سوق الأسهم، وقد بلغ عدد فروعها في 2013 العدد 1779 فرعاً، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (01): البنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودية عام 2013

م	اسم البنك	عدد فروع البنك	طبيعة البنك	له نوافذ إسلامية
01	بنك الجزيرة	65	إسلامي	-
02	البنك الأهلي التجاري	329	تقليدي	نعم
03	بنك الرياض	252	تقليدي	نعم
04	ساب	97	تقليدي	نعم
05	مجموعة سامبا المالية	72	تقليدي	نعم
06	البنك العربي الوطني	150	تقليدي	نعم
07	البنك السعودي الفرنسي	83	تقليدي	نعم
08	البنك السعودي الهولندي	48	تقليدي	نعم
09	البنك السعودي للاستثمار	48	تقليدي	نعم
10	شركة الراجحي المصرفية	479	إسلامي	-
11	بنك البلاد	102	إسلامي	-
12	بنك الإنماء	54	إسلامي	-
	الإجمالي	1779	-	-

المصدر: مصطفى رديف، إسماعيل مراد، مرجع سابق، جوان 2016، ص: 150.

يلاحظ من الجدول رقم (01)، أن كل البنوك التقليدية تملك نوافذ لتقديم خدمات مصرفية إسلامية، كما توجد أربعة بنوك إسلامية مدرجة في السوق. فعلى الرغم من عدم سن قوانين خاصة بالبنوك الإسلامية بالسعودية إلا أن مؤسسة النقد العربي السعودي لم تعارض إدخال البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية في تعاملاتها، وأنشأت وحدة للتدريب المصرفي الإسلامي بالمعهد المصرفي، وتدعم العمل المصرفي من خلال اللجان الدورية التي تنظمها بالاشتراك مع المسؤولين عن العمل المصرفي الإسلامي في هذه البنوك، وتنظيم ندوات متعلقة بالمصرفية الإسلامية، وتدريب موظفي الرقابة على فنون المصرفية الإسلامية، مما ساهم في تحول بعض البنوك إلى المصرفية الإسلامية تحولا كليا.⁶²

6-2-2- صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودية

تشير إحصائيات عام 2011 إلى أن عدد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وصل إلى 154 صندوقاً استثمارياً، لتمثل نسبة 64.34% من إجمالي الصناديق المتداولة في سوق الأسهم السعودية والتي بلغ عددها 240 صندوقاً، تتنوع استثماراتها بين عدة مجالات مختلفة، حيث تمثل صناديق الاستثمار في الأسهم نسبة 54% من عدد الصناديق، صناديق المراجعة بنسبة 23%، الصناديق المتوازنة بنسبة 13%، بينما تمثل صناديق الصكوك، صناديق سوق النقد، والصناديق العقارية النسب الموالية 5%، 3%، 1% توالياً.⁶³ وفي عام 2013، ارتفع عدد الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى 168 صندوقاً استثمارياً، أي ما نسبته 67% من إجمالي الصناديق المسجلة في السعودية.⁶⁴

6-2-3- سوق الصكوك الإسلامية في السعودية وتطورها

تم إنشاء سوق الصكوك في المملكة العربية السعودية عام 2009، وتتكون من سوق أولية وأخرى ثانوية.⁶⁵ وقد تجاوز حجم السوق الأولية عام 2014 قيمة 29 مليار ريال سعودي (حوالي 08 مليار دولار أمريكي) ليكون بذلك أكبر أسواق العالم من حيث حجم الإصدارات.⁶⁶ ويبين الجدول رقم (02) أهم الشركات السعودية التي أصدرت صكوكا لم يكن استحقاقها، ومختلف قيم إصدارها والعوائد المحددة لها عام 2016.

جدول رقم (02): الصكوك المدرجة في سوق الصكوك والسندات السعودية لعام 2016

السند/الصك	حجم الإصدار (مليون ريال)	القيمة الاسمية (ريال)	تاريخ الانتهاء	العائد السنوي
صكوك صدارة	7.500	50.000	2028-12-15	ساييور لمدة 6 شهور + 0.95%
صكوك سبكييم ^(٦)	1.800	100.000	2016-07-06	ساييور + 1.75%
صكوك البحري	3.900	1.000.000	2022-07-30	6 أشهر ساييور + 0.80%
كهرباء السعودية (3)	7.000	10.000	2030-05-10	ساييور + 0.95%
كهرباء السعودية (4)	4.500	1.000.000	2024-01-30	ساييور لمدة 3 شهور + 0.7%
صكوك ساتورب	3.490	93.090	2025-12-20	ساييور لمدة 6 شهور + 0.95%

^(٦) تم إلغاء الإدراج بتاريخ 15-06-2016.

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي، السوق المالية السعودية (تداول)، 2016.

وما يلاحظ على هذه الصكوك أنها تصدر بصيغ مختلفة، فمثلا تصدر "صكوك صدارة" و"صكوك ساتورب" بصيغ الاستصناع، الإجارة، والمشاركة، بينما تصدر "صكوك سبكييم" بصيغة المضاربة، في حين "صكوك كهرباء السعودية (3) و(4)" فهي صكوك استثمار.⁶⁷ وبالنسبة للسوق الثانوية للصكوك، فيلاحظ انخفاض حجمها مقارنة بالسوق الأولية، إذ تمثل الكمية المتداولة ما قيمته 449,95 مليون ريال عام 2016،⁶⁸ إذ من المتعارف عليه في الأسواق المتطورة وسوق الأسهم السعودية نفسها أن حجم السوق الثانوية يساوي حجم السوق الأولية بأضعاف مضاعفة.⁶⁹ كما يلاحظ انعدام الكفاءة والعمق في السوق، وهو ما يوضحه حجم الصفقات المنفذة عام 2016 والذي يمثل فقط 04 صفقات.⁷⁰ ويعتبر انعدام الشفافية ونقص المعلومات التاريخية عن التداول أهم عوامل ضعف سوق الصكوك في السعودية.⁷¹ كما يعتبر غياب إطار تشريعي وتنظيمي يراعي خصوصية السوق والأدوات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وحادثة التجربة، وقلة الموارد البشرية المؤهلة للتعامل مع سوق الصكوك وغيرها، من العوامل التي عمقت مشكل ضعف سوق الصكوك بشكل خاص، وغياب سوق أوراق مالية منضبطة بالضوابط الشرعية، عموما.

6-2-4- ملاحظات هامة على التجربة السعودية

من خلال تجربة سوق الأسهم السعودية يمكن ملاحظة ما يلي:

- قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بتطبيق معايير موحدة للرقابة على البنوك التقليدية والإسلامية، دون مراعاة لخصوصية العمل المصرفي الإسلامي وعدم منحها تراخيص مكتوبة للفروع والإدارات الإسلامية بالبنوك التقليدية.⁷²
- رغم صدور نظام السوق المالية السعودية لتحقيق مجموعة من الأهداف تتعلق بتنمية وتطوير سوق الأسهم السعودية إلا أنه لم يحمل أي تعليمات أو إجراءات تتعلق بإدخال الجانب الشرعي وتنظيمه سيما فيما تعلق بالدور الإشرافي الشرعي لهيئة السوق المالية.⁷³

- كما أن جميع قوانين ولوائح سوق الأوراق المالية في السعودية لم تذكر المعاملات الشرعية ولا الصكوك الإسلامية، رغم أن المادة الأولى من القانون الأساسي للحكم في المملكة تنص على أن الدستور هو القرآن والسنة.⁷⁴ وهنا تجدر الإشارة أن للسعودية قانوناً ينظم التأمين التكافلي بالمملكة رقم 1424/32 هـ.⁷⁵
- هناك عوامل عدة أسهمت في توجه السعودية نحو المصرفية الإسلامية منها، التأثير بتجارب الدول الأخرى مثل ماليزيا، السودان وغيرها، رواج الهندسة المالية الإسلامية على المستوى العالمي، ونمو الطلب المحلي على المنتجات المالية الإسلامية.⁷⁶
- يتبين من التجربة السعودية أن هناك قابلية للتعامل بالأدوات المالية الإسلامية المختلفة، ويتطلب الأمر - فقط - إيجاد إطار تشريعي وتنظيمي محكم مستمد من الشريعة الإسلامية يصدر عن السلطة لتنظيم هذا التعامل.
- يمكن أن تعمل المؤسسات المالية الإسلامية في بيئة تشريعية وتنظيمية غير إسلامية وتحقق نتائج طيبة، إلا أن ذلك يطرح مشكل المخاطر القانونية، فعند الاختلاف في قضية بين مؤسسة إسلامية وأخرى تقليدية سيتم تحكيم التشريعات القائمة في البلد وهذا مما قد يتنافى وضوابط عمل السوق في الاقتصاد الإسلامي.

6 3 - الدروس المستفادة للتجربة الجزائرية

رغم عدم توفر الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يراعي خصوصيات الصناعة المالية الإسلامية في سوق الأسهم السعودية، إلا أنه يمكن الاستفادة منها في جوانب عدة لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية بالجزائر.

6-3-1- جانب التحول نحو المصرفية الإسلامية

تتمثل الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر في شكلين هما، المصرفية والتأمين، فالخدمات المصرفية الإسلامية تتمثل في ما يقدمه بنك البركة الذي بدأ ينشط عام 1991، وبنك السلام الذي بدأ أعماله في 2008، إضافة إلى نافذة إسلامية واحدة في بنك تقليدي أجنبي هو بنك الخليج وانطلقت خدماتها في 2009. إضافة إلى شركة سلامة للتأمينات والتي تقدم خدمات تكافلية منذ 2006.⁷⁷ ويلاحظ أن الصناعة المصرفية الإسلامية في الجزائر ضعيفة جداً، ويتطلب الأمر سن قوانين خاصة بالبنوك الإسلامية من خلال اتخاذ مجموعة من الإجراءات كإدراج الملف ضمن ملفات إصلاح المنظومة المصرفية والمالية، تشكيل لجنة مختصة من خبراء شرعيين واقتصاديين وقانونيين ومصرفيين لإعداد القانون، وكذا الاستفادة من التجارب الرائدة في هذا المجال مثل، ماليزيا، البحرين، السودان... إضافة إلى التعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية والهيئات المعنية لإعداد قانون نموذجي خاص بالمصرفية الإسلامية.⁷⁸

كما تتطلب عملية التحول - الكلي أو الجزئي - نحو المصرفية الإسلامية توفر متطلبات متعددة منها الشرعية، القانونية، والإدارية وغيرها،⁷⁹ كما أن عملية التحول هذه، تحتاج إلى اختبار الإستراتيجية الملائمة لضمان التحول السلس والمرن، فقد تكون إستراتيجية إزاحة أو إستراتيجية استبدال.⁸⁰

6-3-2- جانب صناديق الاستثمار الإسلامية

تمثل صناديق الاستثمار - غالباً - نشاطاً للبنوك، لأنها تمكنها من تحقيق مجموعة من المزايا، حيث تتيح لها زيادة حجم الأموال تحت إدارتها، دون الحاجة إلى زيادة رأس المال، كما تمثل مصدر دخل للبنك من خلال الرسوم المختلفة، وهي أفضل وأكثر استقراراً من سعر الفائدة الناتج عن النشاط الرئيسي للبنك والمتمثل في الائتمان، إضافة إلى إمكانية استفادة البنوك من الخبرات الخارجية في الإدارة خاصة فيما يتعلق بالتسويق.⁸¹ وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية وسيلة هامة لتجميع المدخرات - خاصة من صغار المستثمرين - وتوظيفها في استثمارات حقيقية منتجة، ويتطلب تحقيق أقصى استفادة من هذه الصناديق، سن قوانين ملائمة تراعي خصوصيتها وتمكن من إدراجها في سوق الأوراق المالية الإسلامية كمعاملتها باعتبارها شركة مساهمة كما تفعل السعودية وغيرها من دول أخرى.⁸²

6-3-3- جانب الصكوك الإسلامية

في عام 2010، حاولت مؤسسة بورصة الجزائر وضع إطار ملائم لإصدار الصكوك الإسلامية، لكن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رفضت إدراج الصكوك الإسلامية، بحجة اختلافها عن السندات التقليدية، إضافة إلى غياب الإطار القانوني المنظم لها على مستوى القانون التجاري والقانون المدني الذي لا يشتمل على طبيعة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال) التي تتميز بها الصكوك الإسلامية وعدم وجود نص ينظم الشركة ذات الغرض الخاص اللازمة لإصدار مثل هذه الأدوات المالية.⁸³ ويؤكد هذا الواقع عدم قابلية إدماج الأدوات المالية الإسلامية عموماً في سوق الأوراق المالية الجزائرية في ظل الإطار التشريعي والتنظيمي الحالي، مما يتطلب بذل جهود حثيثة لبناء قاعدة قانونية تمكن من قبول إدراج وتسجيل الصكوك الإسلامية في السوق، لكن ذلك لن يتم دون وجود إرادة سياسية وتعاون بين الحكومة والمختصين في شؤون الصناعة المالية الإسلامية والاقتصاد الإسلامي.

6-3-4- جانب تدريب وتأهيل الموارد البشرية

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

خاتمة (النتائج والاقتراحات)

النتائج

من خلال هذه الدراسة، تم التوصل إلى النتائج الموالية:

- سوق الأوراق المالية الإسلامية سوق منظمة يتم التعامل فيها وفق ضوابط الشريعة الإسلامية من حيث الأدوات، المؤسسات، والآليات، في ظل إطار تشريعي وتنظيمي مستمد من الشريعة الإسلامية.
- توفر الإطار التشريعي والتنظيمي المتوافق مع الشريعة الإسلامية ضروري لقيام سوق الأوراق المالية الإسلامية، إذ له دور تنموي وآخر رقابي.
- تعدد المتطلبات التشريعية والتنظيمية اللازمة لإقامة سوق الأوراق المالية الإسلامية، فمنها ما يتعلق بالشركات، ومنها ما يتعلق بالسوق في حد ذاتها، ومنها ما يتعلق ببيئة السوق.
- تمكنت السعودية من وضع إطار تشريعي وتنظيمي مميز، لكنه لا يراعي خصوصية الصناعة المالية الإسلامية، كما لا يمنع المعاملات المالية الإسلامية، وهو الجانب الذي أدى بالسعودية إلى التميز عالمياً.
- تجربة سوق الأسهم السعودية تجربة رائدة، وقد تبين ذلك من خلال سوق الصكوك الإسلامية التي انطلقت عام 2009، وصناديق الاستثمار الإسلامية التي تملكها البنوك التجارية المدرجة في السوق، والتي تقدم - أيضاً - خدمات مالية إسلامية من خلال فروعها المختلفة.

الاقتراحات

بناء على النتائج المتوصل إليها، تقترح الدراسة ما يلي:

- العمل على توفير الإطار التشريعي والتنظيمي الخاص بسوق الأوراق المالية الإسلامية تفادياً للمخاطر القانونية والمخاطر الشرعية الناجمة عن التعامل الإسلامي في بيئة غير إسلامية.
- رسم خطة محكمة ومدروسة من طرف مختلف المتخصصين في الاقتصاد الإسلامي، والعلماء الشرعيين والقانونيين، والمدققين، وتحت إشراف السلطة للتمكن من التحول المرن والسلس نحو العمل المالي والمصرفي الإسلامي.

- التعاون الدولي والإقليمي مع الدول الرائدة مثل ماليزيا، السودان، وباكستان، وتبادل الخبرات لإقامة سوق أوراق مالية إسلامية نموذجية.
- يمكن للجزائر الاستفادة من التجربة السعودية من خلال وضع إطار تشريعي وتنظيمي يضمن – على الأقل – التعايش بين المصرفيتين الإسلامية والتقليدية، على أن يتم التحول التدريجي إلى العمل وفق ضوابط الشريعة الإسلامية.

قائمة المراجع والهوامش

- ¹– MOHSIN S. KHAN & ABBAS MIRAKHOR, "**Monetary Management in an Islamic Economy**", **J. KAU: Islamic Econ, Vol. 6, KSA, 1414 A.H./1994 A.D, p: 13.**
- ²– أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1989/1409، ص: 05.
- ³– نفس المرجع أعلاه، ص: 05.
- ⁴– مسعودة نصبة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال – تجربة ماليزيا أنموذجاً، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر – بسكرة، 2013/2012، ص: 36.
- (*) يقصد المضاربة هاهنا المضاربة بمفهومها الوضعي والتي تقترب من مفهوم القمار والمجازفة، وليس المضاربة كصيغة من صيغ التمويل الإسلامي.
- ⁵– عبد الله بن محمد الرزين، "كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقال منشور على موقع موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، <http://iefpedia.com/arab>، تاريخ المطالعة: 2014/04/16.
- ⁶– عبد الرحمن يسرى أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2001، ص: 433-434.
- ⁷– أحمد سليمان خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة – إستراتيجية مواجهتها، عالم الكتب الحديث، إربد – الأردن، 2008، ص: 275.
- (**) هو اختصار للكلمة الإنكليزية (البناء Build، التشغيل Operate، نقل الملكية Transfer) .
- ⁸– أشرف محمد دواية، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، القاهرة – مصر، 2006، ص: 143.
- ⁹– سليمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية – مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية، نشر جمعية التراث، القرارة – غرداية – الجزائر، الطبعة الأولى، 1432هـ/2002م، ص: 349.
- ¹⁰– الأطر التشريعية والتنظيمية المنظمة لعمل سوق فلسطين للأوراق المالية، وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية – وفا (Wafa)، 2011: <http://info.wafa.ps/atemplate.aspx?id=2583>، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.
- ¹¹– شافية كتاف، ذهبية لطرش، إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، القليعة – الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016م، الموافق 04-05 رجب 1437هـ، ص: 04.
- ¹²– عبد القادر ورسمه غالب، "المتطلبات التشريعية لأسواق المال (المتطلبات التشريعية لأسواق المال في مملكة البحرين مقارنة مع دول الخليج العربية)"، قوانين السودان على الانترنت، <http://lawsofsudan.net/index.php/sudanlaws-legal-essays/sudanlaws-legal-essays1/339-2012-07-21-21-18->
- ³⁵،
- تاريخ المطالعة: 2017/07/05.
- ¹³– نفس المرجع أعلاه.
- ¹⁴– وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية – وفا (Wafa)، مرجع سابق، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.

- 15- إبراهيم أونور، "فعالية أسواق الأسهم العربية"، جسر التنمية (سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية)، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد التاسع والثمانون، السنة التاسعة، يناير/كانون الثاني 2010، ص: 02.
- 16- وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية - وفا (Wafa)، مرجع سابق، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.
- 17- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 86.
- 18- إبراهيم أونور، مرجع سابق، يناير/كانون الثاني 2010، ص: 03.
- 19- وكالة الأنباء والمعلومات الفلسطينية - وفا (Wafa)، مرجع سابق، تاريخ المطالعة: 2017/06/20.
- 20- رشيد بوكساني، مرجع سابق، 2006/2005، ص: 90.
- 21- يوسف عبد الله نجى، "أهمية سوق الأوراق المالية ودورها في الاقتصاد الوطني"، مجلة الساتل، ص: 270.
- 22- دليل المستثمر - نصائح وإرشادات للاستثمار في سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية للاستثمار، سوق فلسطين للأوراق المالية، تشرين ثاني 2006، ص: 15.
- 23- صفوت عبد السلام عوض، الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-8 مارس 2007، ص: 06.
- 24- سوق فلسطين للأوراق المالية، مرجع سابق، تشرين ثاني 2006، ص: 15.
- 25- عبد الرحمن يسرى أحمد، مرجع سابق، 2001، ص: 434-435.
- 26- الاستثمار في سوق الأسهم، هيئة السوق المالية السعودية، المملكة العربية السعودية، ص: 02.
- 27- https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_2.pdf، تاريخ التحميل: 2017/06/13.
- 28- (***) تعتبر مؤسسة النقد العربي السعودي بمثابة البنك المركزي للدولة، حيث تقوم بمهام البنوك المركزية المتعارف عليها في باقي دول العالم.
- 29- رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد الدولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2007/2006، ص: 172.
- 30- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، مرجع سابق، تاريخ التحميل: 2017/06/13، ص: 02.
- 31- مونه يونس، تحقيق كفاية رأس المال في البنوك التقليدية والإسلامية بين الرفع من رأس المال والتحكم في المخاطر - دراسة قياسية مقارنة بين البنوك المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2013، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص: مالية كمية، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مباح- ورقلة، 2015/2014، ص: 81.
- 32- الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، هيئة السوق المالية السعودية، المملكة العربية السعودية، ص: 14.
- 33- https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf، تاريخ التحميل: 2017/06/29.
- 34- رياض بن محمد الخريف، سوق الأسهم السعودية: هل هناك علاقات كبيرة؟، ورقة عمل، إدارة الأبحاث الاقتصادية، مؤسسة النقد العربي السعودي، الرياض - المملكة العربية السعودية، يونيو 2015، ص: 06-07.
- 35- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، مرجع سابق، تاريخ التحميل: 2017/06/13، ص: 02.
- 36- نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، هيئة السوق المالية السعودية، المملكة العربية السعودية، ص: 03.
- 37- https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_6.pdf، تاريخ التحميل: 2017/06/29.
- 38- نفس المرجع أعلاه، ص: 03.
- 39- المادة الخامسة، والمادة السادسة، نظام السوق المالية، الأمانة العامة، مجلس الوزراء المملكة العربية السعودية، 1424هـ، ص: 07-09.
- 40- المادة العشرون، نفس المرجع أعلاه، ص: 16.
- 41- مونه يونس، مرجع سابق، 2015/2014، ص: 81.
- 42- المادة الثانية والعشرون، نظام السوق المالية، مرجع سابق، 1424هـ، ص: 17.

- 39- المادة الثانية، والمادة الثالثة، نظام الشركات، وزارة التجارة والصناعة، الرياض - المملكة العربية السعودية، 1437هـ/2015م، ص: 04.
- 40- المادة السادسة عشرة، نفس المرجع أعلاه، ص: 09.
- 41- الباب الخامس، نفس المرجع أعلاه، ص: 20، 57.
- 42- المادة التحضيرية لاختبار تداول، المعهد المصرفي، مؤسسة النقد العربي السعودي، السعودية، الإصدار 10، 2007/03/03، ص: 30.
- 43- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، مرجع سابق، تاريخ التحميل: 2017/06/29، ص: 03.
- 44- نفس المرجع أعلاه، ص: 09.
- 45- نفس المرجع أعلاه، ص: 12.
- 46- المعهد المصرفي، مرجع سابق، 2007/03/03، ص: 30.
- 47- نفس المرجع أعلاه، ص: 31.
- 48- نفس المرجع أعلاه، ص: 31.
- 49- الفقرة (أ) من المادة الخامسة والعشرون، نظام السوق المالية، مرجع سابق، 1424هـ، ص: 19.
- 50- الفقرتين (و) و (ز) من المادة الخامسة والعشرون، نفس المرجع أعلاه، ص: 20.
- 51- المادة السادسة والعشرون، نفس المرجع أعلاه، ص: 21.
- 52- المعهد المصرفي، مرجع سابق، 2007/03/03، ص: 28.
- 53- عصام بوزيد، مرجع سابق، 2016/2015، ص: 28.
- 54- نعم حسين نعمه، رغد محمد نجم، "المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي: الواقع والتحديات"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 12، العدد 2، 2010، ص: 130.
- 55- أحمد عبد الرحيم آل محمود، أحمد صالح المرزوقي، تحول البنك التقليدي إلى إسلامي النظرية وخطوات التطبيق، المؤتمر السنوي الثالث والعشرون، الاقتصاد الإسلامي: الحاجة إلى التطبيق وضرورات التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-7/10/2015، ص: 28.
- 56- مصطفى رديف، إسماعيل مراد، "الابتكارات في الصناعة المالية الإسلامية - إشارة إلى التجريبتين السعودية والإيرانية"، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد الخامس، جوان 2016، ص: 149.
- 57- هند مهداوي، فاطمة صباح، ربيعة صباح، "واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، العدد 12، 2011، ص: 555.
- 58- تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، إدارة الدراسات والبحوث، إتحاد المصارف العربية، <http://www.uabonline.org/ar/research/financial/1578159116081585157515781575160415781605/7698/1>
- تاريخ المطالعة: 2017/07/11.
- 59- نفس المرجع أعلاه.
- 60- فضل عبد الكريم محمد البشير، تطبيقات دولية معاصرة في التحول نحو الاقتصاد والتمويل الإسلامي تنافسية عواصم الاقتصاد الإسلامي بين المعيارية والمثالية، المؤتمر السنوي الثالث والعشرون، الاقتصاد الإسلامي: الحاجة إلى التطبيق وضرورات التحول، كلية القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 6-7/10/2015، ص: 382.
- 61- نفس المرجع أعلاه، ص: 381.
- 62- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية - دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، دراسة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة - مصر، 2006، ص: 118.
- 63- فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، 2010/2011، ص: 123.
- 64- سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2014/2013، ص: 141.

- 65- عبد الكريم أحمد قندوز، "تحليل لمعوقات سوق الصكوك بالمملكة العربية السعودية وأساليب تفعيلها- دراسة مقارنة لسوق الصكوك بالمملكة وسوق الصكوك بدول مجلس التعاون الخليجي وسوق الصكوك الماليزية"، بحث علمية متخصصة في مجال المال والأعمال في دول مجلس التعاون، السعودية، 2013، ص: 07.
- 66- محمد مرابط، معاذ بوبريجة، الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل وتطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية - الواقع والتحديات، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، القليعة - الجزائر، 12-2016/04/13، ص: 15.
- 67- نفس المرجع أعلاه، ص: 16.
- 68- التقرير الإحصائي السنوي، السوق المالية السعودية (تداول)، 2016.
- 69- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، 2013، ص: 08.
- 70- التقرير الإحصائي السنوي، السوق المالية السعودية (تداول)، 2016.
- 71- شافية كتاف، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، العدد 14، 2014، ص: 110.
- 72- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، مرجع سابق، 2006، ص: 48.
- 73 - Reem. M. Asaad, The Regulatory Framework of Islamic banking in Saudi Arabia, "Financial services in kingdom Saudi Arabia", 16th annual meeting of the SAUDI ECONOMIC ASSOCIATION, King Fahad Cultural Center, Riyadh- SAUDI ARABIA, 02-04/06/2007, p: 04.
- 74- Ali Alshamrani, "Sukuk Issuance and its Regulatory Framework in Saudi Arabia", Journal of Islamic Banking and Finance, American Research Institute for Policy Development, Vol. 2, No. 1, March 2014, p: 326.
- 75- حمزة شوادر، "الصناعة المالية الإسلامية في الجزائر بين التجارب الدولية والمعوقات القانونية المحلية - دراسة استقصائية لواقع وتطورات الصناعة المالية الإسلامية في العالم"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، العدد رقم 15، 2015، ص: 334.
- 76- Reem. M. Asaad, op.cit., 02-04/06/2007, p : 04.
- 77- حمزة شوادر، مرجع سابق، 2015، ص: 350.
- 78- سليمان ناصر، عبد الحميد بوشمرة، "متطلبات تطوير الصيرفة الإسلامية في الجزائر"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2010/2009، ص: 311.
- 79- محمد براق، عبد الحميد فيجل، التحول إلى المصرفية الإسلامية - دراسة في المراحل والمتطلبات - مع الإشارة إلى التجربة السودانية، الملتقى العلمي الوطني الخامس حول: دور البنوك الإسلامية في تعبئة الإذخارات النقدية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على الجزائر: واقع وآفاق، جامعة الدكتور يحيى فارس - المدينة، الخميس 2016/12/01، ص: 05-06.
- 80- نفس المرجع أعلاه، ص: 07.
- 81- عائشة شبيلة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 08-2013/12/09، ص: 10-11.
- 82- نفس المرجع أعلاه، ص: 10.
- 83- حمزة شوادر، مرجع سابق، 2015، ص: 360.