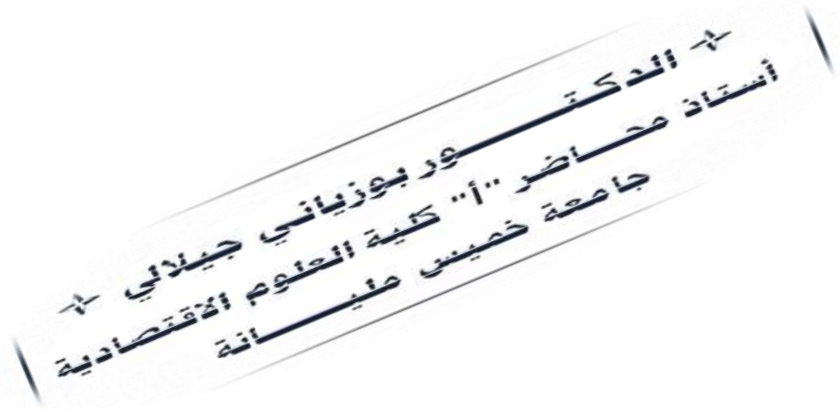
المحاضرة الثالثة :

الأسواق المالية الإسلامية

من إعداد الدكتور: جيلالي بوزياني
أستاذ محاضر قسم "أ"
كلية العلوم الاقتصادية
جامعة خميس مليانة



مقدمة

ينتقل التحليل من الاحتياج النقدي المؤقت إلى تعبئة رأس المال للاستثمار والتمويل طويل الأجل. ويضم سوق رأس المال الإسلامي الأسهم المتوافقة مع الشريعة، والصكوك، والصناديق الإسلامية، وغيرها من المنتجات التي تستند إلى ملكية أو منفعة أو نشاط استثماري مشروع. ويركز هذا المبحث على الأسهم والصكوك، مع بيان أن السوق أوسع من هذين النوعين.

المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي

أولًا: تعريف سوق رأس المال الإسلامي وأهميته

سوق رأس المال هو المجال الذي تجمع فيه الشركات والحكومات التمويل المتوسط والطويل الأجل، وتتداول فيه أدوات الملكية والتمويل والاستثمار. ويضم عادة السوق الأولية والسوق الثانوية، وتحتاج فعاليته إلى الإفصاح والتسعير والتسوية وحماية المستثمر. (IOSCO, 2020, pp. 1–5 ؛IFSB, 2011, pp. 7–8).

أما سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه إصدار وتداول أدوات مالية طويلة الأجل متوافقة مع الشريعة، مثل الأسهم المتوافقة والصكوك. ويُعرّف معيار AAOIFI رقم (17) صكوك الاستثمار بأنها شهادات متساوية القيمة تمثل حصصًا غير مقسمة في ملكية أصول ملموسة أو منافع أو خدمات أو أصول مشروعات أو نشاط استثماري خاص، بعد قبض قيمة الصكوك وإغلاق الاكتتاب وتوظيف الأموال في الغرض الذي صدرت من أجله.(AAOIFI, 2003, p. 468, 2)

ثانيًا: خصائص سوق رأس المال الإسلامي وأهميته

1. **خصائص سوق رأس المال الإسلامي**

- **الارتباط بالأصول** :تمثل الصكوك ملكية مشتركة في أصول أو منافع أو خدمات.(AAOIFI, 2003, p. 468, 2)
- **عدم كونها دينًا** :لا تمثل صكوك الاستثمار دينًا مستحقًا للمصدر على حامل الصك (AAOIFI, 2003, p. 471, 4/2).
- **المشاركة في العائد والخسارة** :يشارك حملة الصكوك في العائد المذكور في نشرة الاكتتاب، ويتحملون الخسائر بنسبة ما يملكونه من صكوك.(AAOIFI, 2003, p. 472, 4/5)
- **الخضوع لعقد شرعي** :تصدر الصكوك على أساس عقد معتبر شرعًا وفق قواعد الشريعة المنظمة لإصدارها وتداولها.(AAOIFI, 2003, p. 472, 4/3)
- **تنوع الأنواع** :تشمل صكوك ملكية أصول مؤجرة، ومنافع، وخدمات، ومرابحة، وسلم، واستصناع، ومضاربة، ومشاركة، ووكالة استثمارية، وغيرها.(AAOIFI, 2003, p. 468, 1)

أهمية سوق رأس المال الإسلامي: يتيح سوق رأس المال الإسلامي تمويل المشاريع والبنية التحتية والحكومات والشركات، ويوفر أدوات استثمار للمؤسسات والأفراد، ويساعد على تنويع مصادر التمويل وتقليل الاعتماد على المصارف. ويرى IFSB أن ضعف الأسواق الثانوية وقلة الإصدارات المرجعية يعوقان اكتشاف السعر والسيولة، وأن تطوير الصكوك المحلية المنتظمة والتوحيد الهيكلي من السياسات المهمة لتعميق السوق. (IFSB, 2025, pp. 40–60).

ثالثًا: أنواع سوق رأس المال الإسلامي:

1. **من حيث طبيعة الأصول المتداولة**

- **سوق الأسهم الإسلامية** :يتداول أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة. ويوضح معيار AAOIFI رقم (17) أن نطاقه لا يشمل أسهم الشركات المساهمة أو شهادات الصناديق والمحافظ الاستثمارية، ما يعني أن الأسهم تخضع لإطار تنظيمي وشرعي مختلف عن صكوك الاستثمار.(AAOIFI, 2003, p. 468, 1)
- **سوق الصكوك الإسلامية** :يتداول شهادات تمثل ملكية أو حقًا في أصول أو منافع أو خدمات أو مشروعات (AAOIFI, 2003, p. 468, 1–2).

2. **من حيث مراحل السوق**

- **السوق الأولي** :يتم فيه الإصدار والاكتتاب. ويوضح المعيار أن عقد الإصدار يترتب عليه آثاره القانونية بعد إغلاق الاكتتاب وتخصيص الصكوك.(AAOIFI, 2003, p. 472, 5/1/3)
- **السوق الثانوي** :يتم فيه تداول الصكوك بعد استيفاء شروط التداول الشرعية(AAOIFI, 2003, pp. 478–479, 5/2/1).

المطلب الثاني: أدوات سوق رأس المال الإسلامي

أولًا: الأسهم المتو افقة مع الشريعة

الأسهم المتوافقة مع الشريعة أسهم شركات لا يمارس نشاطها الرئيسي أنشطة محرمة، وتستوفي ضوابط مالية تتعلق بالديون والفائدة والسيولة. ويؤكد معيار AAOIFI رقم (17) أن نطاقه لا يشمل أسهم الشركات المساهمة، ما يعني أن الأسهم تُنظم بإطار مستقل عن صكوك الاستثمار.(AAOIFI, 2003, p. 468, 1)

ومن أهم خصائصها:

- يمثل السهم ملكية شائعة في الشركة.
- يشارك المساهم في الربح والخسارة بحسب نتائج الشركة وسعر السوق.
- لا يمثل دينًا ثابتًا على الشركة.

- يخضع التداول للإفصاح وقواعد السوق ومخاطر السعر.
- قد يلزم تطهير الجزء غير المتوافق من الدخل وفق المنهج المعتمد.

وتتمثل أهم الشروط الشرعية لإصداروتداول الأسهم في:

- أن يكون النشاط الأساسي حلالًا.
- ألا يعتمد التمويل على الفائدة بشكل مهيمن.
- أن تكون هناك آلية لتنقية الدخل غير الشرعي إن وُجد.
- أن تتم المراجعة الشرعية بشكل دوري.

ثانيًا: الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية شهادات متساوية القيمة تمثل حصصًا غير مقسمة في ملكية أصول ملموسة أو منافع أو خدمات أو أصول مشروعات أو نشاط استثماري خاص.(AAOIFI, 2003, p. 468, 2)

خصائصها:

- تمثل ملكية مشتركة في أصول أو منافع أو خدمات.(AAOIFI, 2003, p. 471, 4/2)
- لا تمثل دينًا مستحقًا للمصدر على حامل الصك.(AAOIFI, 2003, p. 471, 4/2)
- تصدر على أساس عقد شرعي.(AAOIFI, 2003, p. 472, 4/3)
- يشارك حملة الصكوك في العائد والخسارة وفق نسبة ملكيتهم.(AAOIFI, 2003, p. 472, 4/5)

شروط الشرعية للإصداروالتداول

- تحديد الأصول أو المنافع أو الحقوق.
- تحديد العقد والجهة المديرة وصلاحياتها.
- عدم ضمان القيمة الاسمية إلا وفق مقتضى شرعي وقانوني مستقل.
- الإفصاح عن توزيع الربح والخسارة ومخاطر الأصل.
- مراعاة أحكام التداول بحسب غلبة الأصول أو الديون أو النقود.
- تسجيل التداول في سجلات الجهة المصدرة أو نظام الإيداع.

التفريق بين الصكوك والأسهم المتو افقة

وجه المقارنة	الأسهم المتوافقة	الصكوك الإسلامية
طبيعة الحق	ملكية في حصة الشركة	ملكية أو حق في أصل أو منفعة أو خدمة
العائد	أرباح وتوزيعات وارتفاع سعر السهم	إيجار أو ربح أو حصة وفق العقد
المخاطر	مرتبطة بأداء الشركة والسوق	مرتبطة بالأصل الأساسي والعقد
الأجل	غير محدد ما دامت الشركة قائمة	قد يكون قصيرًا أو متوسطًا أو طويلًا أو غير محدد
التداول	مشروط ببقاء الشركة ضمن الضو ابط الشرعية	مشروط بشروط العقد الأساسي ونقل الملكية