

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

د. خالد عيجولي

جامعة الجلفة

Abstract:

Islamic Financial markets is one of the modern things, which came within the Muslim community requirements in this day and age, derives its basic provisions from the Quran and Sunnah and other sources of Islamic legislation. This research paper examines the topic of efficiency in these markets, and its forms of internal and external efficiency, and what are compatible or not with efficiency in the traditional financial markets, and how can the foregoing provisions above to be support elements and to ensure that in order to achieve. The efficiency of these Islamic financial markets allows it to grow, develop and compete with other financial markets which shown too many disruptions in this aspect.

Keywords: Islamic Financial Markets, Islamic Financial Instruments, Types of efficiency, Forms of efficiency, Pricing efficiency, Operationally efficient market.

ملخص:

تعتبر الأسواق المالية الإسلامية من الأمور الحديثة، التي جاءت ضمن متطلبات المجتمع المسلم في هذا العصر، وقد استمد أحكامه الأساسية من مما استمدته من الكتاب والسنة وغيرها من مصادر التشريع الإسلامي، وتبحث هذه الورقة موضوع الكفاءة في هذه الأسواق ومتطلباتها من كفاءة داخلية وخارجية، وما يمكن أن يتوافق معها من عناصر تتعلق بالكفاءة في الأسواق المالية التقليدية، وكيف يمكن للأحكام السابقة الذكر أن تكون عناصر دعم وضمان في سبيل تحقيقها، حيث يتيح تحقيق الكفاءة لهذه الأسواق المالية الإسلامية النمو والتطور ومنافسة غيرها من الأسواق المالية أبات على العديد من الاختلالات في هذا الجانب.

الكلمات الدلالية: الأسواق المالية الإسلامية، الأدوات المالية الإسلامية، متطلبات الكفاءة، مستويات الكفاءة، كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل.

مقدمة:

تشير العديد من الدلائل إلى أهمية الاستقلالية المالية للمسلمين لعل من بينها أنه حينما هاجر الرسول صلى الله عليه وسلم إلى المدينة وبدأ بإنشاء الدولة كان من أولوياته صلى الله عليه وسلم بعد بناء المسجد، تشييد سوق خاصة بالمسلمين وذلك لما علم أن السوق الوحيد الذي يتعامل فيه أهل المدينة هو سوق اليهود، حيث كانت تسود به عدد المظاهر السلبية كالغش والسحت والربا والغرر وغير ذلك من المعاملات الفاسدة، وذلك دون أن يمنع التعامل مع اليهود أو مع الكيانات الاقتصادية والأسواق التي كان يرتادها العرب آنذاك، كما زخر التاريخ بعدد من الإضاعات الاقتصادية كالاستقلالية النقدية في زمن الخليفة الأموي عبد الملك بن مروان، بالإضافة إلى ما حملته كتب الفقه المختلفة من العديد من الأحكام والمسائل ذات البعد الاقتصادي والتي كانت تخصص لها أقسام مستقلة بها ضمن أبواب البيوع والمعاملات، وبعض اللبنيات الفكرية الاقتصادية الأصيلة كأفكار ابن خلدون والمقريري، وغيرهم من المجتهدين والمفكرين، الذين لم تجد أفكارهم البيئة المناسبة لتبلورها وتطورها، كل هذا الزخم لم ينعكس في العصر الحديث فيما بعد على الدول الإسلامية، فمنذ بداية القرن السادس عشر والأفكار والنظريات والمدارس الاقتصادية تظهر وتتطور في العالم الغربي بينما كانت دول العالم الإسلامي تترجح إما في ظل الاستعمار أو التبعية أو التخلف، متجلية في واقعها الاقتصادي المتردي إن على مستواه الكلي أو الجزئي، وتأخر ظهور مبادرات عملية حتى سنة 1974 أين أنشأ البنك الإسلامي للتنمية كبنك دولي يهدف لتنشيط التنمية الاقتصادية في بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي، ومن بعده في عام 1975 نشأ بنك دبي الإسلامي كأول بنك تجاري

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

إسلامي، ومن ثم توال ظهور البنوك الإسلامية في عدد من البلدان الإسلامية. وقد أسهمت هذه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية الإسلامية وشركات ومؤسسات باحثة عن قنوات تمويل شرعية بإصدار عددا من الأدوات المالية، أدى تطورها وانتشارها إلى الحاجة لظهور أسواق مالية إسلامية يتم من خلالها تداول هذه الأدوات، وخلق قنوات جديدة للتمويل تراعى فيها مبادئ الاقتصاد الإسلامي، فظهر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994، ومن بعدها في البحرين سنة 2002 ... إلخ. هذه الأدوات المالية الإسلامية والأسواق المالية الإسلامية استطاعت أن تجلب اهتماما كبيرا لدى الدول الغربية خاصة بعد أحداث الأزمة المالية العالمية وما أبانت عليه الأسواق المالية التقليدية من اختلالات وانحرافات وعدم كفاءة، أسهم في حدوث تلك الأزمة. ويعتبر موضوع كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات المهمة التي كانت ولا زالت محل العديد من الدراسات والأبحاث ولعله من الواجب في ظل هذه المعطيات البحث في الكفاءة المتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية وما تتميز به من نقاط تتعلق بخصوصيتها وبيان متطلبات تحقيقها.

المحور الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية وأهم أدواتها

في ظل الاقتصاد الوضعي تنقسم قنوات التمويل إلى ثلاث، التمويل الذاتي وهو المتأتي من نشاط المؤسسات وتخصيصها جزءا من الأرباح في شكل احتياطات لأغراض النمو والتطوير، تجمع لعدد من السنوات، ثم تحول إلى حساب رأس المال، والتمويل عن طريق البنوك والمؤسسات المالية، وهو ويتمثل في القروض وما شابهها وتكون تكلفتها بأسعار الفائدة التي تقدم في مقابلها. والتمويل عن طريق الأسواق المالية ويكون بطرح أدوات مالية مباشرة من أصحاب العجز لأصحاب الفائض تختلف باختلاف نوعها وما تمثله من حق ملكية أو دين.

أما في الاقتصاد الإسلامي فيظل التمويل الذاتي قائما بينما يتكون التمويل عن طريق المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية من عدد من الأدوات والعقود التي تراعى فيها أحكام الشريعة الإسلامية حيث تعتبر الفائدة ربا محرما وبالتالي يكون المعيار فيها ربحا أو عمولة ناتجتان عن مشاركة أو تقديم خدمة، بالإضافة إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية الإسلامية التي ورغم حداثة نشأتها إلا أن لها دورا أساسيا في تنشيط الأدوات المالية والعقود سالفة الذكر بالإضافة إلى غيرها من الأدوات المراعية لأحكام الشريعة والتي يمكن أن تنشأ وتتداول على مستوى هذه الأسواق.

1- مفهوم السوق المالية الإسلامية

السوق لغة: من ساق الإبل وغيرها يسوقها سوقا وسياقا وهو سائق وسواق شدد للمبالغة قال قائل لفقها الليل بسواق حطم، وقال تعالى: (وَجَاءَتْ كُلُّ نَفْسٍ مَعَهَا سَائِقٌ وَشَهِيدٌ) ق الآية 21¹، وهي موضع البياعات - جمع بياعة، بالكسر، وهي السلعة - . وفي قوله تعالى: (وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي الْأَسْوَاقِ وَجَعَلْنَا بَعْضَكُمْ لِبَعْضٍ فِتْنَةً أَتَصْبِرُونَ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرًا) الفرقان الآية 20. وسميت السوق سوقا لأن التجارة تجلب إليها، وتساق المبيعات نحوها. وقال ابن دريد وأصل اشتقاقها من سوق الناس إليها بضائعها. وتسوق القوم إذا باعوا واشتروا. وأما سوق البضاعة بمعنى طلب لها سوقا فهي محدثة².

أما اصطلاحا فإن مفهوم السوق قد تطور مع الوقت فبعد أن كان معبرا عن "مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة وعلى اتصال وثيق بينهم"³. وبالتالي فإنه يشتمل على وجود العارضين والطالبين والعنصر محل المبادلة والمكان والزمان المحددين والاتصال المباشر فيما بينهم. ومع تطور وسائل الاتصال المتنوعة بدأ عنصر المكان يتلاشى شيئا فشيئا خاصة في بعض الأسواق دون غيرها بالإضافة إلى ظهور وسطاء التبادل الذين

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

يوفقون بين وجهات النظر، مما يلغي حتمية الاتصال المباشر بالإضافة إلى تمدد عنصر الزمن. وأصبح المفهوم الحديث للسوق هو الآلية التي تعمل على انتقال سلع أو خدمات من العارضين إلى الطالبين لها.

هناك أنواع عديدة من الأسواق في وقتنا المعاصر فهناك أسواق السلع ويتم فيها تبادل المنتجات والمواد المختلفة سواق للخدمات وتبادل فيها مختلف أنواع الخدمات وقد اتشرت وتطورت بشكل كبير، بالإضافة إلى السواق المالية والتي يتداول فيها بمختلف الأدوات المالية سواء قصيرة الأجل منها أو الطويلة وسواء المصدرة لأول مرة أو التي سبق إصدارها وهي أكثر الأسواق تطورا في العصر الحديث وأصبحت ذات أهمية بالغة في الاقتصادات المعاصرة.

والسوق المالية يمكن أن تصنف من الناحية الشرعية إلى أسواق مالية وضعية وهي الأسواق المالية المعروفة في العالم وهي الأكثر انتشارا ويتم التبادل فيها بمختلف الأدوات المالية، وقد استطاعت مع الزمن أن تشهد تطورا كبيرا وتكتسب مكانة مهمة في الاقتصاد الوضعي سواء على المستوى الاجرائي من حيث اجراءات التداول ومستوياته والأقسام المشكلة لها من سوق نقدية تختص بالتمويلات قصيرة الأجل أقل من سنة في الغالب، وسوق رأس المال وتختص بالتمويلات المتوسطة وطويلة الأجل. وإن على مستوى عدد المتدخلين بها حيث أصبحت هذه الأسواق تلي نصيبا كبيرا من التمويلات والتوظيفات لأصحاب العجز والفائض خاصة في الاقتصادات الرأسمالية.

أما القسم الثاني من الناحية الشرعية فهي الأسواق المالية الإسلامية والتي تراعى فيها قواعد الشريعة الإسلامية من حلال وحرام فتداول فيها الأدوات المالية والعقود الجائزة شرعا فقط والتي لا تنطوي على محرمات ومحظورات. حيث تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة هامة جدًا لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته، وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة والناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي⁴.

ويمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها⁵: "هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيع وشراء لمختلف الأوراق المالية، ويقصد بسوق منظمة أنها تخضع إلى قوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم عملياتها، كما يقصد بالتعامل الشرعي أن يجري التداول فيها على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا وبصيغ مشروعة". وفي تعريف آخر⁶: "مجموع المعاملات المالية في البلد المنضبطة مع أحكام الشريعة الإسلامية". وتعرف أيضا⁷: "تتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية".

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن للسوق المالية الإسلامية مفهومين، مفهوم واسع يشير إلى الآلية التي تراعى فيها الأحكام الشرعية والتي يتم من خلالها الجمع بين العارضين والطالبين لمختلف الأدوات المالية الجائزة شرعا. أما بالمفهوم الضيق فهي سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية معينة وتحكمها قوانين ولوائح مضبوطة وشرعية، يتم من خلالها بيع وشراء الأدوات المالية الإسلامية عن طريق وسطاء محددين وتديرها وتشرف عليها هيئات معينة وفق قواعد الشرع الإسلامي.

ويمكن أن تتجلى أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي⁸:

- تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية؛

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

- تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية؛
 - تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع؛ حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية؛
 - تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع؛
 - إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومده بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية؛
 - تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة؛
 - جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة واختلالات رهيبية في هذا المجال.
- والملاحظ أنه نظراً لحدثة تجربة الأسواق المالية الإسلامية فإنها قد استمدت الشيء الكثير من طرق الانشاء والتنظيم وكيفية التسيير مما اكتسبته ووصلت إليه الأسواق المالية التقليدية من تطور، وهذا مما لا يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية فالأصل في الأشياء الإباحة كما نص على ذلك جمهور العلماء، وبالتالي فللمسلم أن يأخذ ويستفيد مما وصلت إليه البشرية من أفكار وأساليب وطرق حديثة، وبالتالي تسقط آليات عمل وأدوات السوق المالية التقليدية على ميزان الشرع، فما وافق منها أحكام الشريعة استعين به ووظف وما خالف الأحكام استغني عليه، كما لا يعفي ذلك من ضرورة تطوير الأسواق المالية الإسلامية وأدواتها المختلفة لتواكب متطلبات هذا العصر وما فيه من تنافسية إن على المستوى المحلي أو الدولي. وبالتالي فإنه يمكن حصر نقاط التمايز بين السوق المالية الإسلامية والسوق المالية التقليدية فيما يلي⁹:
- من حيث المتعاملين في السوق: حيث يظم السوق المالي الإسلامي السماسرة والشركات والتي تتعامل في الأوراق المالية الجائزة شرعاً، إضافة إلى بعض الشركات والمؤسسات التقليدية شريطة التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - من حيث الأدوات المالية المتداولة في السوق: إذ يتم تداول أوراق مالية عدة في السوق المالية الإسلامية والتي منها الأسهم، وصكوك الاستثمار الشرعية (الصكوك الإسلامية) مثل صكوك المضاربة، صكوك المراجعة، صكوك المشاركة، صكوك السلم، وغيرها مما سنتناوله فيما هو قادم من هذا البحث؛
 - من حيث أساليب التعامل: ذلك أن التعامل في السوق المالية الإسلامية يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم الالتزام بالأحكام الشرعية المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المراجعة، عقد المشاركة، وعقد المضاربة... إلخ، إذ لا غرر ولا نجش ولا غش، في هذا السوق.

2- أدوات السوق المالية الإسلامية

تتداول في الأسواق المالية الإسلامية عدد من الأدوات الموجودة في الأسواق المالية التقليدية والتي لا تنطوي على مخالفات شرعية، أما ما تعامل منها بالربا كالسندات أو انطوت عقودها على مخالفات شرعية ومحرمات كالأسهم الممتازة التي

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

يكون فيها العائد ثابتا ومضمونا، فمثل هذه الأنواع وغيرها يمنع الأخذ بها أو تداولها، وأغلب الأدوات المالية الإسلامية عبارة أسهم أو صكوك تصدرها مؤسسات مالية باعتبارها مضاربا وتمثل حصة شائعة في رأس مال مشروع معين أو مشاريع متعددة تشارك في الأرباح المتوقعة والخسائر المحتملة وتتميز بآجال متفاوتة وبقدرة مختلفة على التداول، كما أن هناك أدوات مالية إسلامية تحكمها عقود أخرى مثل عقد السلم والتأجير والمراجحة والمزارعة¹⁰ وغيرها من العقود الجائزة شرعا.

وفيما ما يلي بيان كل منها:

❖ الأسهم: يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصة المساهمين بشركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهما، ويعرف السهم على أنه¹¹. "شهادة ملكية تخول لصاحبه الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية الحقيقية. وهو لا يحمل مدة استحقاق وإنما يبقى متداولاً في الأسواق إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائه أو في حالة حل الشركة أو تصفيتها". وإصدار الأسهم العادية والتعامل بها جائز شرعا، إذا كان الغرض الذي أنشئت الشركة من أجله مشروعاً، بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة، مثل تصنيع الخمر، أو التجارة في المخدرات، أو التعامل بالربا كالبنوك الربوية، فإن كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرم تبعا لذلك إصدار الأسهم التي منها تتكون هذه الشركة¹². أو أن يكون لهذه الأسهم عائد مضمون أو ثابت كالأسهم الممتازة مثلاً*.

❖ الصكوك¹³: ويقصد بها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه. وفي تعريف آخر: "شهادات تصدرها المؤسسات". ولعل من بين بعض أو الاختلاف والشبه بين الصكوك والأسهم والسندات التي تتداول في الأسواق المالية التقليدية التي تعتمد على الفوائد الربوية والمحرمة شرعا ولا يمكن تداولها في الأسواق المالية الإسلامية مايلي¹⁴:

« أوجه الاختلاف بين الصكوك والسندات:

- الصكوك تمثل حصة شائعة في صافي أصول الشركة، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره، ولا يتعلق بموجودات الشركة؛
- حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي، لأن مالكه يستحق القيمة الاسمية لسنده مضافاً إليها الفوائد، بخلاف مالك الصك، فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع وعليه الغرم الذي يتعرض له.
- « أوجه الاختلاف بين الصكوك والأسهم:

- يشترك مالكو الأسهم في إدارة الشركة في الجمعية العمومية ومجلس الإدارة، أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشروع، لكن يمكن أن يكونوا مجلس مراقبة للمضارب للمحافظة على حقوقهم؛
- تعد الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدة حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر، فهي غير قابلة للرد من جانب الشركة، في حين أن الصكوك ليست مشاركة دائمة في المشروع، فقد تكون لتمويل المشروع بالمشاركة المتناقصة، بحيث يطفأ بعض هذه الصكوك على مراحل زمنية معينة.

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

« أوجه الشبه بين الصكوك والأسهم:

- يمثل كل منهما حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع؛
 - يستحق مالكيهما حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع ، تلائم حصته في الشركة؛
 - يقوم كل منهما مقام الحصة الشائعة، في صافي أصول الشركة أو المشروع، في التسليم والحيابة والقبض.
- والصكوك الإسلامية توجد على عدة أنواع، ويمكن حصرها في ثلاث مجموعات وهي:
- الصكوك القائمة على عقود الشراكة؛ والصكوك القائمة على عقود البيع؛ والصكوك القائمة عقود الاجارة.
- « الصكوك القائمة على عقود الشراكة: وهي الأوراق المالية التي تكون فيها العلاقة بين المصدر وحملة الصكوك علاقة مشاركة وتنطوي تحت هذا التصنيف مجموعة من الصكوك:

- صكوك المقارضة (المضاربة): هي الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي يقدمونها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه وبحسب النسب المعلنة على الشيوخ المتبقية من الأرباح الصافية. حيث تشبه صكوك المشاركة ولكن الاختلاف فيها إن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح المضارب يحصل على الجزء الآخر، أما الخسارة التي لم تنجم عن تقصير أو تعد من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط¹⁵؛
 - صكوك المشاركة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة، أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار¹⁶؛
 - صكوك المزارعة: هي سندات تمثل ملكية مشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين ويكون ذلك بقيام الشركة (المصدرة للصكوك) معينة بشراء مجموعة من الأراضي من أجل استصلاحها، وتتعاقد مع شركة زراعية تقوم بزراعتها وتحدد معها نسبة الأرباح وبالمقابل تقوم هذه الشركة (المصدرة للصكوك) بإصدار صكوك المزارعة وتطرحها للاكتتاب وبذلك تسترجع قيمة الأراضي وتجهيزاتها، ويستحق صاحب السند بذلك عائدا حسب غلة الأرض تزيد وتنقص حسب الموسم، وتبقى الشركة المصدرة للصكوك تتولى الإدارة والمراقبة وتأخذ بذلك نسبة من الأرباح متفق عليها؛
 - صكوك المساقاة: هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة؛
 - صكوك المغارسة: هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.
- « الصكوك القائمة على عقود البيع: هذا النوع من الصكوك يقوم فيها العقد بين المصدر (جهة الإصدار) و(حامل الصكوك) على عقد البيع ومن أمثلته:

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

- صكوك السلم: وهي منبثقة من عملية قائمة على عقد سلم حيث تمثل هذه الصكوك جزئية من رأس مال عملية السلم، حيث يكون هنا رأس مال السلم مقسما إلى أجزاء كل جزء يعبر عنه بصك، ويقصد بالسلم رأس مال معجل في مقابل سلعة مؤجلة¹⁷؛
- صكوك الاستصناع: هي اتفاق بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لاستصناع منتجات أو بناء مشاريع عمرانية (الجسور، طرق، إنشاء محطات كهربائية، تحلية مياه وغيرها) بحيث يسدد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد من جانبه مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول¹⁸؛
- صكوك المراجعة: صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مراجعة، بحيث تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحاملي الصكوك، وتعتبر عملية استصدار صكوك مراجعة ممكنا فقط في حالة السوق الأولي، وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل والمشروع محل المراجعة بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المراجعة قد يكون مؤجلا وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء التي تجيز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبية من الأصول الأخرى كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المضاربة¹⁹.
- ◀ الصكوك القائمة على عقود الإجارة: عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "سندات ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل". والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، حيث يستطيع مالك الصك بيعها لأي مشتر بالثمن الذي يتفق عليه سواء كان مساويا أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به وذلك نظرا لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب). كما أن صكوك الإجارة تمثل أصولا مؤجرة بدون ربط حملة الصكوك في الواقع بأي من الشركات أو المؤسسات. فعلى سبيل المثال، إن طائرة مؤجرة لإحدى الخطوط الجوية يمكن أن تمثل في صكوك وأن تمتلك من قبل آلاف من حملة الصكوك المختلفين، يقوم كل واحد فيهم بصورة فردية ومستقلة، يقبض الأجرة الدورية الخاصة بهم من شركة خطوط الطيران بدون أن يرتبطوا بحملة الصكوك الآخرين. فهم، بعبارة أخرى، ليسوا ملاكا لحصة في الشركة التي تملك الخط الجوي المؤجر، ولكن يمثل الواحد فيهم ببساطة مالكا لواحد في الألف من الطائرة نفسها. يتلقى حملة الصكوك دخلا ثابتا يمتاز بأنه أكثر تجنبا للمخاطر من صكوك المديونية المألوفة، وذلك بسبب طبيعة تدفقاتها النقدية التجارية التي تمتاز بكونها ثابتة ومحددة مسبقا²⁰.
- ❖ الوحدات أو الحصص للصناديق أو المحافظ الاستثمارية: الوحدات، أو الحصص للصناديق، أو المحافظ الاستثمارية بمعنى واحد يقصد بها أن يقوم البنك بترتيب محفظة، أو صندوق استثماري لنوع من الاستثمار، أو لعدد منه، أو لكل أنواع الاستثمار، ثم يقسم الأموال المطلوبة لهذا الصندوق، أو المحفظة على حصص متساوية من حيث القيمة الاسمية، والحقوق والالتزامات وهي في حقيقتها بمثابة الأسهم للشركات، وحكمها الجواز دون خلاف²¹.
- في ضوء التعريف السابق للأدوات المالية الإسلامية نستطيع الوصول إلى الخصائص الآتية²²:
- إن الأدوات المالية الإسلامية تخول لحاملها حق ملكية حصة شائعة من موجودات المشروع الممول من حصيلة إصدارها؛

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

- إن تداول الأدوات المالية وتسييلها يخضع للشروط التي تحكم كل أداة وفقا لما يرد في نشرة الإصدار، إلا أنه وحتى يصح شرعا تداول الأدوات المالية الإسلامية يشترط أن تكون المنافع والأعيان غالبية على الديون والنقود الداخلة ضمن مكونات المشروع "الإصدار أو الصندوق"؛
- الأدوات المالية الإسلامية هي أدوات تمويل واستثمار تقوم على مبدأ المضاربة الشرعية وتأخذ أحكامها، ويعد مصدرها مضاربا ويده يد أمانة ولا يضمن إلا حالات التعدي أو التقصير أو مخالفة الشروط المتضمنة في نشرة الإصدار، ومعلوم أن نشرة الإصدار تعتبر واجبا من جانب المصدر "المضارب" موجهة إلى الجمهور، ويعد الاكتتاب في الأدوات المالية المصدرة قبولا يصبح بموجبه المكتتبون "أرباب المال" حيث يتحملون في حدود ما اكتتبوا به المخاطر التي يتعرض لها المشروع، فإذا ما تضمنت نشرة الإصدار حكما يخالف ذلك، لم تكن الأدوات المالية المصدرة أدوات إسلامية ولا يصحتملكها كما لا يصح تداولها ولا العائد منها؛
- يكون العائد حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد هذا العائد كميًا مسبقا أو منسوبًا إلى القيمة الاسمية للصك، إلا أنه من ناحية أخرى يمكن أن تتضمن نشرة الإصدار نسبة الربح المتوقعة للمشروع ولا يعتبر ذلك تحديدا للربح بنسبة من رأس المالمقدم، إذا أن المصدر لا يكون مسئولًا عن تحقيق تلك النسبة إذا ظهرت نتائج فعلية مخالفة لتوقعاته، إلا أنه يسأل عن مصداقية وصحة البيانات التي وردت في دراسة الجدوى، ويتحقق من عدم إخفائه بيانات مهمة أو إدلائه بمعلومات غير صحيحة؛
- يتمتع المشروع الممول من حصيلة الاكتتاب بذمة مالية منفصلة عن ذمة المصدر المكتتب على المصدر أن يمسك بحساباته مستقلة ويعد موازنة وحساب أرباح وخسائر للمشروع؛
- حق إدارة المشروع وسلطة اتخاذ القرارات الاستثمارية يكون من حق المصدر "المضارب" بغض النظر عن تسمية المشروع إصدار أو صندوق أو مضاربة، وذلك دون تدخل من حملة الصكوك الذين يقتصر دورهم على مراقبة المصدر "المضارب" في إدارته للمشروع والتأكد من التزامه بالشروط التي تتضمنها نشرة الإصدار؛
- من أهم الخصائص التي تتميز بها الأدوات المالية الإسلامية أنها تمول مشروعات استثمارية مجازة شرعا وتقع في دائرة الحلال ويحرم عليها غير ذلك.

المحور الثالث: كفاءة السوق المالية الإسلامية

أثار مفهوم الكفاءة في الأسواق المالية بصفة عامة الكثير من الإشكاليات حيث حاول العديد من الباحثين صياغة تعريف خاص بها ونجد في هذا الصدد من يعرفها على أنها²³. "تمثل سرعة استجابة الأسعار وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق المالي. وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة". وفي تعريف آخر²⁴: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الاعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداة المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخصومة بمعدل عائد الاستثمار يكفي

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه". وبالمفهوم السابق، فإن كفاءة السوق المالي ليست مرادفا لنشاطه، لأن نشاط السوق ليس مرتبطا بالأسعار السائدة فيه وإنما مرتبط بحجم التداول. وبالتالي تعبر عن قدرة هذه الأسواق للوصول إلى السعر الحقيقي والعادل لهذه الأوراق المالية المتداولة، وضمن هذه السياق تقسم الكفاءة إلى كفاءة كاملة وكفاءة اقتصادية.

❖ الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية في الأسواق المالية الإسلامية:

1- الكفاءة الكاملة²⁵: وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها (أي قابلية الأوراق المالية للتجزئة).

- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

هذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات... إلخ، وهذه تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة المحورية له، وهذا الأمر الشائع مهما بلغت درجة تطور السوق المالية.

2- الكفاءة الاقتصادية²⁶:

وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية... وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

❖ متطلبات الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية:

وتستند الأسواق المالية الإسلامية كفاءتها الاقتصادية ابتداء من الأحكام الشرعية التي تحكم التعامل في الأسواق بصفة عامة، وعلى ضوءها تصاغ القوانين والأوامر واللوائح والتعليمات المختلفة التي تتعلق بالسوق المالية الإسلامية ومنتجاتها والعاملين بها، بما يضمن ويحقق كفاءة هذه الأسواق، وما من شأنه تعزيز الوصول إلى القيمة العادلة لمختلف الأوراق المالية المتداولة بها حيث تتجلى في أنواع أربعة من الكفاءة وهي:

1- كفاءة المنتجات: وتتجلى في تحريم التجارة بالحرمان وأخذ الربا والقمار والميسر فعن جابر بن عبد الله أنه سمع رسول الله صلى الله عليه وسلم عام الفتح وهو بمكة يقول: (إِنَّ اللَّهَ وَرَسُولَهُ حَرَّمَ بَيْعَ الْخَمْرِ وَالْمَيْتَةِ وَالْخَزِيرِ وَالْأَصْنَامِ فَقِيلَ يَا رَسُولَ اللَّهِ أَرَأَيْتَ شُحُومَ الْمَيْتَةِ فَإِنَّهُ يُطْلَى بِهَا السُّنَنُ وَيُدْهَنُ بِهَا الْجُلُودُ وَيَسْتَصْبَحُ بِهَا النَّاسُ قَالَ لَا هُوَ حَرَامٌ ثُمَّ قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ عِنْدَ ذَلِكَ قَاتِلَ اللَّهِ الْيَهُودَ إِنَّ اللَّهَ حَرَّمَ عَلَيْهِمُ الشُّحُومَ فَأَجْمَلُوهُ ثُمَّ بَاعُوهُ فَأَكَلُوا

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

ثُمَّ رَوَاهُ التِّرْمِذِيُّ فِي سُنَنِهِ. وَحَرَّمَ الرِّبَا نَصًّا فِي قَوْلِهِ تَعَالَى: (وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا) الْبَقَرَةُ الْآيَةُ 275. وَالْمَيْسَرُ وَالْقَمَارُ وَنَحْوُهُمَا فِي قَوْلِهِ تَعَالَى: (إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسَرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ) الْمَائِدَةُ الْآيَةُ 90. وَتَسْقُطُ هَذِهِ الْأُمُورُ عَلَى الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ بِتَحْرِيمِ السَّنَدَاتِ وَغَيْرِهَا مِنَ الْأَوْرَاقِ الَّتِي تَعْتَمِدُ عَلَى الْفَوَائِدِ الرَّبَوِيَّةِ، وَكَذَا الْأَوْرَاقِ الْمَالِيَةِ ذَاتِ الْعَوَائِدِ الثَّابِتَةِ كَالْأَسْهُمِ الْمُمْتَازَةِ، وَأَسْهُمِ الْبَنُوكِ الرَّبَوِيَّةِ وَالشَّرَكَاتِ الَّتِي تَعْمَلُ فِي أَنْشِطَةٍ مُحَرَّمَةٍ وَغَيْرِ ذَلِكَ، فَلَا يَتَدَاوَلُ عَلَى مَسْتَوَى الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ إِلَّا مَا هُوَ طَيِّبٌ وَمُبَاحٌ شَرْعًا، وَفِي سَبِيلِ ذَلِكَ يَجِبُ تَشْجِيعُ الْبَحْثِ الْعِلْمِيِّ لِتَطْوِيرِ مُخْتَلَفِ الْمُنْتَجَاتِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ، وَتَنْشِيطِ الْجَامِعِ الْفَقْهِيَّةِ وَتَوْحِيدِ فِتَاوَاهَا، بِحَيْثُ تَسَايِرُ كُلُّ التَّطَوُّرَاتِ عَلَى مَسْتَوَى هَذِهِ الْأَسْوَاقِ؛

2- كِفَاءَةُ الْمَعْلُومَاتِ: وَتَتَجَلَّى فِي الْحَثِّ عَلَى الصَّدَقِ وَالْبَيَانِ وَالسَّمَاحَةِ، فَفِي حَدِيثِ حَكِيمِ بْنِ حَزَامٍ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: "الْبَيْعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا أَوْ قَالَ حَتَّى يَتَفَرَّقَا فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَّا بُورِكَ لَهُمَا فِي بَيْعِهِمَا وَإِنْ كَتَمَا وَكَذَبَا مُحِقَتْ بَرَكَةُ بَيْعِهِمَا" رَوَاهُ الْبُخَارِيُّ وَمُسْلِمٌ فِي صَحِيحَيْهِمَا. وَأَتْنَى عَلَى التَّاجِرِ الصَّدُوقِ فِي بَيْعِهِ وَشِرَائِهِ، فَعَنْ أَبِي سَعِيدٍ الْخَدْرِيِّ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: "التَّاجِرُ الصَّدُوقُ الْأَمِينُ مَعَ النَّبِيِّينَ وَالصِّدِّيقِينَ وَالشُّهَدَاءِ" رَوَاهُ التِّرْمِذِيُّ وَابْنُ مَاجَةَ، وَقَالَ التِّرْمِذِيُّ: حَدِيثٌ حَسَنٌ، وَرَوَاهُ الدَّارَقُطْنِيُّ بِزِيَادَةِ "يَوْمَ الْقِيَامَةِ". وَأَتْنَى عَلَى الشَّخْصِ السَّمَحِ فِي بَيْعِهِ وَشِرَائِهِ فَعَنْ جَابِرِ بْنِ عَبْدِ اللَّهِ - رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ - قَالَ: قَالَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: "رَجِمَ اللَّهُ رَجُلًا سَمَحًا إِذَا بَاعَ وَإِذَا اشْتَرَى وَإِذَا اقْتَضَى" رَوَاهُ الْبُخَارِيُّ فِي صَحِيحِهِ. وَكِفَاءَةُ الْمَعْلُومَاتِ مِنْ أَمْرِ الْأُمُورِ الَّتِي تَبْذُلُ فِيهَا الْجُهُودُ وَالْمَسَاعِي عَلَى مَسْتَوَى الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ التَّقْلِيدِيَّةِ، وَتَتَجَلَّى ذَلِكَ فِي مَعَايِيرِ الْحُكْمَةِ وَالشَّفَافِيَّةِ الَّتِي تَتَسَنُّ وَتَتَطَوَّرُ بِصُورَةٍ دَوْرِيَّةٍ. وَيُمْكِنُ فِي ظِلِّ الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ تَحْقِيقَ مَسْتَوَى عَالٍ مِنْهُمَا وَذَلِكَ عِبْرَ إِلْزَامِ الشَّرَكَاتِ بِالْفَصَاحِ التَّامِّ عَنْ جَمِيعِ الْمَعْلُومَاتِ وَتَوْفِيرِهَا، كَمَا يُمْكِنُ أَنْ تَكُونَ هَذِهِ الْأَسْوَاقُ فِي حَدِّ ذَاتِهَا مَنْصَةً مَوْثُوقَةً لِتَجْمِيعِ الْمَعْلُومَاتِ وَتَوْفِيرِهَا لِمُسْتَعْمِلِيهَا مِنْ جَمِيعِ الْفَنَاتِ، وَأَنْ تَعْمَلَ عَلَى تَخْفِيزِ تَكْلُفَةِ الْحَصُولِ عَلَى الْمَعْلُومَاتِ إِلَى أَقْلٍ مَا يُمْكِنُ.

3- كِفَاءَةُ التَّشْغِيلِ: وَتَتَجَلَّى فِي النَّهْيِ عَنِ الْغُرْرِ وَالْغَشِّ وَبَيْعِ الشَّخْصِ لِمَا لَا يَمْلِكُ وَأَنْ يَبِيعَ عَلَى بَيْعِ أَخِيهِ فَعَنْ ابْنِ عُمَرَ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا أَنَّ النَّبِيَّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ قَالَ: (لَا يَبِيعُ الرَّجُلُ عَلَى بَيْعِ أَخِيهِ، وَلَا يَخْطُبُ عَلَى خِطْبَةِ أَخِيهِ، إِلَّا أَنْ يَأْذَنَ لَهُ) رَوَاهُ مُسْلِمٌ فِي صَحِيحِهِ. وَهَذِهِ مِنَ الْأُمُورِ الَّتِي يَنْتَفِي بِمَعَهَا الْبَيْعُ الصُّورِيُّ وَالْمُبْهَمُ وَالتَّنَاجُشُ بَيْنَ النَّاسِ، وَهِيَ مِنَ الْأُمُورِ - وَخَاصَّةً مِنْهَا الْبَيْعُ الصُّورِيُّ - الَّتِي اسْتَفْحَلَتْ فِي وَقْتِنَا الْحَالِي، وَخَاصَّةً عَلَى مَسْتَوَى الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ التَّقْلِيدِيَّةِ فَنَجِدُ كَثِيرًا مِنَ الْمَعَامَلَاتِ لَيْسَ لَهَا أَسَاسٌ مَادِيٌّ عَلَى أَرْضِ الْوَقَاعِ، فَاتَّسَعَتِ الْهَوَّةُ بَيْنَ الْاِقْتِصَادِ الْحَقِيقِيِّ وَالْاِقْتِصَادِ الْمَالِيِّ وَكَانَ لَهَا بِالْغُلَّةِ الْأَثَرُ السَّلْبِيُّ عَلَى اسْتِقْرَارِ اقْتِصَادِيَّاتِ الْبُلْدَانِ بِشَكْلِ خَاصٍّ وَالْاِقْتِصَادِ الْعَالَمِيِّ بِشَكْلِ عَامٍّ، وَتَنْتَفِي هَذِهِ السَّلْبِيَّاتُ فِي الْأَسْوَاقِ الْمَالِيَةِ الْإِسْلَامِيَّةِ فَيَزْدَادُ فِي ظِلِّهَا الْارْتِبَاطُ وَالتَّجَانُّسُ بَيْنَ الْجَانِبِ الْمَالِيِّ وَالْحَقِيقِيِّ، كَمَا أَنَّ عَلَى الْمَسْتَوَى التَّنْظِيمِيِّ الَّذِي يَتَعَلَّقُ بِالْوَسْطَاءِ، فَإِنَّ الْإِسْلَامَ يَسْمَحُ بِوُجُودِهِمْ حَيْثُ أَنَّ الْحَاجَةَ لَهُمْ تَتَأَكَّدُ مِنْ خِلَالِ وَجُودِ عَدَدٍ كَبِيرٍ مِنَ الْمُدْخَرِينَ الَّذِينَ يَسْتَثْمِرُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَوَاقِ الْمَالِ، لِتَسْتَطِيعَ هَذِهِ الْأَسْوَاقُ تَحْقِيقَ التَّوَازَنِ الْمَطْلُوبِ بَيْنَ الْعَرْضِ وَالطَّلَبِ. كَمَا أَنَّ التَّبَرُّعَ الْفَقْهِيَّ لَوْجُودِ الْوَسْطَاءِ الْمَالِيِّينَ يَتِمُّثَلُ فِي وَجُودِ عَقْدِ الْوَكَالَةِ حَيْثُ تَعْتَبَرُ الْمَوْسُئَةُ أَوْ الشَّرَكَةُ الْمَصْدَرَةُ لِلْأَوْرَاقِ الْمَالِيَةِ بِمَثَابَةِ الْوَكِيلِ وَيَعْتَبَرُ الْوَسِيطُ الْمَالِيُّ الْوَكِيلَ الَّذِي يَقُومُ بِتَنْفِيزِ أَوْامِرِ مَوْكَلِهِ، وَهَذَا إِشَارَةٌ إِلَى أَنَّ الْمَصَارِفَ الْإِسْلَامِيَّةَ هِيَ الْوَكِيلُ أَوْ الْوَسِيطُ الْمُنَاسِبُ فِي مِثْلِ هَذِهِ الْعَمَلِيَّاتِ حَيْثُ تَتَوَلَّى عَمَلِيَّةُ تَوْزِيعِ هَذِهِ الْإِصْدَارَاتِ مِنْ خِلَالِ الْخِبَرَاتِ الَّتِي تَمْلِكُهَا حَوْلَ وَضْعِ السُّوقِ وَحَاجَاتِهِ. مِنْ هُنَا نَشَأُ مَا يَدْعَى بِمَصَارِفِ الْاِسْتِثْمَارِ الَّتِي لَهَا دَوْرٌ الْوَسِيطُ فِي

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

السوق المالي الإسلامي المقترح، بل تطور دورها كوسيط لتلعب دوراً إضافياً يتمثل بالمتاجرة بالإصدارات للأوراق المالية الإسلامية وتحقيق ربح أو خسارة من جراء ذلك وفق الشريعة الإسلامية، وكلما كانت تكلفة الوساطة أقل كلما تمتع هذا السوق بكفاءة أكبر للتشغيل؛

4- كفاءة التسعير: وتتجلى في النهي عن تلقي الركبان وعن بيع الحاضر للباد وعن الاحتكار، فعن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: «لَا تَلْقُوا الرُّكْبَانَ، وَلَا يَبِيعُ حَاضِرٌ لِبَادٍ» رواه البخاري في صحيحه، لما في ذلك من مفسدة في عدم معرفة السعر، ونهى عن الاحتكار فقد حدث سعيد بن المسيب أن معمرًا قال: قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: «مَنْ احْتَكَرَ فَهُوَ خَاطِئٌ» رواه مسلم في صحيحه. فهذه الأحكام تشير بضرورة ترك الأسواق لتحديد السعر عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب، والنهي عن كل ما من شأنه أن يؤثر عليها بطريقة غير مشروعة. على مستوى الأسواق المالية يقتضي العمل على تحقيق هذا النوع من الكفاءة ضرورة ترك قوى العرض والطلب تتفاعل بشكل جيد وسريع عن طريق ما أصبحت توفره وسائل الاتصال السريعة المرتبطة بالشبكات فتتفاعل هذه القوى آنياً مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة، أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع. ويرتبط تسعير الأوراق المالية الإسلامية بقيمة ما تمثله من أصول أو منافع، وقد قرر مجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة بجدة الاهتمام بالسوق المالي من باب إقامة الواجب في حفظ المال، وتنميته، مع مراعاة بذل الجهود الفقهية والاقتصادية لوضع آليات للتعامل بالسوق وفق الضوابط الشرعية مستندة إلى المصالح المرسلّة دون مخالفة نص أو قاعدة شرعية²⁷. وتحديد سعر الورقة المالية من أسهم وصكوك يحكمها تحقيق العائد من المصادر المعتبرة شرعاً والتي سبق الإشارة لها، والذي يختلف باختلاف نوع العقود الإسلامية التي تتضمنها الورقة المالية وذلك تبعاً لما يلي²⁸:

- يتطلب تعدد صيغ مضمون الورقة المالية أساساً محاسبية لقياس العائد من كل نوع، إضافة للأسس المحاسبية الإسلامية العامة؛
- تأثره باختلاف نشاط الشركة التي تصدرها ومدى نمو القطاع الذي تعمل به كالصناعي، التجاري، السياحي، الزراعي... يسبب اختلافاً في توقيت تحقيق النماء وتحصيله وبالتالي توقيت تحقق الربح وتوزيعه؛
- قرار تحديد السعر يحدد مدى تعظيم قدرة البائع والمشتري على الاستفادة مما تتيحه البيئة من فرص وتفايدي التهديدات، فالسعر العادل هو الذي يعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية تبعاً لمستوى المخاطر والعائد الذي يتوقع تحقيقه، والعائد السائد في السوق.

❖ مستويات الكفاءة في الأسواق المالية الإسلامية:

هذه الأقسام الأربعة من الكفاءة ستختلف من سوق مالي إسلامي إلى آخر، بالنظر لما قد يستطيع كل سوق تحقيقه من خلال الهيئات والنصوص القانونية والتشريعية التي تنظم سوقها، ومدى تطور محيطها الاقتصادي والمالي، ومدى انفتاحها على محيطها العالمي. وبما أن الأقسام السابقة الذكر مرتبطة فيما بينها حيث لا معنى لكفاءة المعلومات إذا لم تتوفر كفاءة للمنتجات بحيث تم تداول أدوات مالية مخالفة أو محل شبهة، كما أن تحقق كفاءة المعلومات ستؤدي إلى انتفاء الغش والغرر وغيرها مما يتيح لتحقيق كفاءة التشغيل، وتحقيق كفاءة التشغيل بتحقيق التوازن بين العرض والطلب شرط أساسي لتحقيق كفاءة التسعير ومن هنا يرى الباحث أنه على المستوى النظري يمكن التكلم عن أربع مستويات وهي:

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

- 1- المستوى الضعيف للكفاءة: ويكون في حالة قدرة السوق على توفير منتجات مالية إسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهي العنصر الأساسي لقيام السوق المالية الإسلامية، ولكنه يعجز على توفير المعلومات بشكل جيد وصادق حولها، وبالتالي فإن اتخاذ قرار الاستثمار في الأسواق المدرجة ضمن هذا المستوى، يكون ذا مخاطرة عالية؛
- 2- المستوى شبه الضعيف للكفاءة: وفيه تستطيع السوق المالية الإسلامية تحقيق كفاءة المنتجات وكفاءة المعلومات لكنها تفشل في تحقيق كفاءة التشغيل، والتي يمكن أن تحدث أحيانا في ظل فشل الوسطاء وعدم قدرتهم على الجمع بين قوى العرض والطلب. والذي يعود أحيانا لعدم وجود عدد كبير من العارضين أو الطالبين أو كلاهما، وبالتالي فإن هذا النقص قد يؤدي إلى عدم القدرة على تنفيذ أوامرهم سواء المتعلقة بالبيع أو الشراء أو كلاهما، وفي ظل هذا المستوى قد يواجه المستثمرون بعض الخسائر في حالة تأخر تنفيذ أوامرهم سواء ببيع أو شراء الأوراق المالية الإسلامية المكونة لمحفظة الاستثمارية؛
- 3- المستوى شبه القوي للكفاءة: وفيه تستطيع السوق المالية تحقيق كفاءة المنتجات، وكفاءة المعلومات وكفاءة التشغيل، ولكنها تفشل في تحقيق كفاءة التسعير والتي تتجلى في عدم موافقة أسعار الأوراق المالية الإسلامية للمعلومات الموجودة عنها فإما أن يحدث مبالغة في رد فعل السوق فترتفع الأسعار بشكل مبالغ فيه ثم تعود تدريجيا، أو العكس بأن لا تعطى الأهمية المطلوبة فتتأخر استجابة السوق في تحقيق السعر العادل المرتبطة بما يقابلها من المعلومات، ويرجع هذا في كثير من الأحيان لضعف تحليل المعلومات الواردة للأسواق؛
- 4- المستوى القوي للكفاءة: وفي ظل هذا المستوى تتحقق الأقسام الأربعة من الكفاءة من كفاءة للمنتجات والمعلومات والتشغيل والتسعير، فتتوفر للمستثمرين أدوات مالية إسلامية موافقة لأحكام الشريعة، كما تتوفر لديهم جميع المعلومات المتعلقة بهذه الأدوات والمتعلقة بالشركات المصدرة لها وبالاقتصاد المحلي والدولي دون تكلفة، كما تحقق لهم تنفيذ أوامرهم بشكل سريع ومباشر دون تكاليف للوساطة المالية بالإضافة إلى أن هذه الأسواق تتيح لهم سعرا عادلا لجميع الأوراق المدرجة بها.

الخاتمة:

إن الأسواق المالية الإسلامية ورغم حداثة نشأتها قد استطاعت أن تجلب الكثير من الاهتمام إن على مستوى العالم الإسلامي أو الغربي وذلك لما تشتمل عليه أحكام المعاملات المالية من حِكَمٍ بالغة لها من الآثار الإيجابية والمنافع الدنيوية والأخروية للمسلمين خاصة، وللبنشيرية عامة، ولعل هذه الدراسة التي اهتمت بمتطلبات الكفاءة للأسواق المالية الإسلامية قد أبانت عن الضعف الذي يكتنف الدراسات المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية التقليدية، حيث أنه في ظل الأسواق المالية الإسلامية فإن هذه الكفاءة ترتبط بأربعة أقسام هي كفاءة المنتجات وكفاءة المعلومات وكفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، وفي حال استطاع المشرفون على هذه الأسواق تحقيق مستويات عالية منها فإن ذلك سوف يسهم في تحقيق كفاءة عالية لهذه الأسواق، والتي تتموضع ضمن مستويات أربعة هي المستوى الضعيف وشبه الضعيف وشبه القوي والقوي، ولتكون هذه المستويات مقياسا، تحاول على أساسه هذه الأسواق تحسين كفاءتها وتطوير عملها. ولكي تحقق الأسواق المالية الإسلامية الكفاءة المطلوبة وجب العمل على توفير النقاط التالية التي تعتبر مقترحات وتوصيات لهذه الدراسة:

- تفعيل الجامع الفقهي المختلفة ومحاولة تنسيق جهودها في سبيل توحيد الفتاوى المختلفة الصادرة عنها من أجل تحسين الرؤية الشرعية لمختلف القضايا ومسايرة التطورات المتلاحقة والسريعة، كما أنها ستكون ضمانا لهذه الأسواق من عدم الانحراف نحو الشبهات والمحرمات والحيل التي من الممكن أن تلجأ إليها بعض الأطراف؛

متطلبات الكفاءة في السوق المالية الإسلامية

- تطوير الأسواق المالية وتحسين آدائها، والنصوص التشريعية الحاكمة لها والهيئات المشاركة فيها، وتحقيق الشفافية والافصاح للمؤسسات المدرجة فيها، بما يحقق احتياجات جميع المتدخلين في هذه السوق؛
- تشجيع البحوث والدراسات لتطوير المنتجات المالية الإسلامية وتنويعها بما يحقق خلق قنوات أكثر ملائمة للمتطلبات المتزايدة من أصحاب العجز وأصحاب الفائض على حد سواء؛
- تحسين وتطوير المناخ الاقتصادي والمالي للأسواق المالية الإسلامية، فهذه الأسواق ستعمل في محيط إسلامي بشكل أفضل حيث يجب تطوير المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وتشجيع الشركات على احترام الأحكام الشرعية في تعاملاتها، ومصارف مركزية إسلامية وسياسات اقتصادية ومالية إسلامية؛
- تشجيع الشركات والمؤسسات المختلفة وحتى الحكومات على الاستفادة من الأدوات المالية الإسلامية، والاستعانة بها في تغطية حاجاتها المتنوعة من التمويل وكذا تشجيع أصحاب الفوائض على الاستثمار في مثل هذه الأدوات؛
- التنافس على المستوى الدولي بالترويج، والسماح للأجانب بشراء مختلف الأدوات المالية الإسلامية المعروضة، ونشر هذه التجربة على مستوى العالم أجمع.

المراجع والمواشم

- ¹ محمد بن مكرم بن منظور الأفريقي المصري، لسان العرب، الطبعة الأولى، دار صادر، بيروت، لبنان، دون سنة نشر، ص: 166.
- ² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2005، ص: 26، 27.
- ³ علي حافظ منصور، محمد عبد النعم عفر، مبادئ الاقتصاد الجزئي، دار المجمع العلمي، القاهرة، مصر، 1979، ص: 200. نقلا عن مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 28.
- ⁴ كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، ورقة بحثية مقدمة ضمن أعمال المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، السعودية، 2005، ص: 02.
- ⁵ محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995، ص: 22. نقلا عن هناء محمد هلال الحنيطي، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمات المالية، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، الأردن، ديسمبر 2010، ص: 05.
- ⁶ حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010-2011، ص: 127.
- ⁷ كمال توفيق خطاب، مرجع سبق ذكره، ص: 03.
- ⁸ رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شونان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، اسطنبول، تركيا، سبتمبر 2013، ص: 04.
- ⁹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار البازوري، عمان، الأردن، 2012، ص: 125. (بتصرف). نقلا عن عبد الحميد فيجل، تقييم الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 17، 18. (بتصرف).
- ¹⁰ المرجع السابق، ص: 122.
- ¹¹ عبد النعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2004، ص: 113.
- ¹² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

- * لمزيد من التفصيل حول أحكام التعامل في الأسهم يرجى مراجعة علي محيي الدين القره داغي في كتابه حكم الاستثمار في الأسهم، أو في مساهمته. مجلة المجمع الفقهي الإسلامي الصادرة عن المجمع الفقهي الإسلامي برابطة العالم الإسلامي في عددها التاسع.
- ¹³ علي محيي الدين القره داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو الخفض على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشاكل والحلول)، الطبعة الأولى، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، السعودية، 2003، ص: 12.
- ¹⁴ مهدي هند وأخريات، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، ورقة بحثية ضمن أعمال الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية علوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص، ص: 03، 04.
- ¹⁵ أحمد الزعبي، عبد الله رابعة، أحكام المضاربة الفاسدة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الرابع، العدد الأول، 2008، ص - ص: 113 - 127. نقلا عن: عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 86.
- ¹⁶ هشام أحمد عبد الحفي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية (دراسة تطبيقية فقهية)، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2010، ص: 304. نقلا عن: عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 89.
- ¹⁷ وليد خالد يوسف الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، ورقة بحثية ضمن أعمال المؤتمر الرابع عشر بعنوان المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة دبي، الامارات العربية، 15-17 ماي 2005، ص: 912. نقلا عن: مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 183.
- ¹⁸ محمد البلتاجي، صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة، ندوة الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر، جامعة الأزهر، مصر، 14 مارس 2012، ص: 14. نقلا عن: محمد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 95.
- ¹⁹ عماري صليحة، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارتها، ورقة بحثية ضمن أعمال الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي: 08، 09 ديسمبر 2013، ص، ص: 06، 07. نقلا عن: عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 98.
- ²⁰ عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص، ص: 100، 101.
- ²¹ علي محيي الدين القره داغي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.
- ²² المرجع السابق، ص، ص: 122، 123.
- ²³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص 35.
- ²⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص: 38. نقلا عن: مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2010/2009، ص: 182.
- ²⁵ صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، مصر، 2003، ص: 29-26.
- ²⁶ المرجع السابق، الصفحات نفسها.
- ²⁷ عبد الله إبراهيم نزال، كفاءة تسعير الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية، الجزائر، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص: 14.
- ²⁸ المرجع السابق، ص، ص: 17، 18.