

جامعة د. الطاهر مولاي - سعيدة -



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الإقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

الشعبة : العلوم الإقتصادية

التخصص: بنوك ، مالية وتسيير المخاطر

من إعداد : - بهجة بوستة

- سميرة بن يوسف

تحت عنوان:

تقدير مساحات التقارب بين المالية الأخلاقية و المالية الإسلامية

دراسة قياسية لمؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الكندي خلال الفترة

(2005/01/01-2014/12/31)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ:.....أستاذ محاضر- جامعة طاهر مولاي-سعيدة- رئيسا

الأستاذ:.....أستاذ محاضر- جامعة طاهر مولاي-سعيدة- مشرفا

الأستاذ:.....أستاذ محاضر- جامعة طاهر مولاي- سعيدة- مناقشا

الأستاذ:.....أستاذ محاضر- جامعة طاهر مولاي-سعيدة- مناقشا

السنة الجامعية : 1436/1437هـ الموافق لـ : 2015/2016 م

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تقدير مساحات التقارب بين معايير الانتقاء الاستثمارية في المالية الإسلامية و بين نظيرتها الأخلاقية، و الذي يبرز واقع تطبيقها على أرض الواقع في الأسواق المالية لا سيما بكنندا نظرا لثقل حجم رسمته البورصية، وتبيان تأثير أداء مؤشراته على سلوك وتوجه المستثمر من خلال دراسة مؤشري داو جونز الإسلامي (CANI) ونظيره الأخلاقي (CAN) لسوق الأسهم الكندي خلال الفترة الممتدة من (يناير 2005 – ديسمبر 2014)، بما وفر لهذه الدراسة (2793) مشاهدة يومية للبيانات التاريخية لأسعار إغلاقهما، لتحليل درجة التكامل بينهما. أظهرت نتائج الدراسة لتقييم الأداء، أن المؤشر الإسلامي (CANI) حقق مردودية أعلى من نظيره الأخلاقي (CAN) لاسيما خلال أزمة الرهن العقاري 2008م، كما تبين أن كلا من السلسلتين الزمنيتين للمؤشرين مستقرتين ومتكاملتين من الدرجة الأولى، مع وجود علاقة ارتباط سببية باتجاه واحد من (CANI) نحو (CAN) في المدى الطويل، مما يوحي بوجود علاقة تكامل مشترك بينهما من خلال نتائج اختبارات جوهانسن وإنجل - غرانجر للتكامل المتزامن.

الكلمات الدالة: المالية الأخلاقية، المالية الإسلامية، مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي، التكامل المتزامن.

Résumé :

Le but de cette étude est d'analyser la convergence des filtres appliqués lors de processus de sélection des investissements entre la Finance islamique et la Finance Éthique, en évaluant deux indices choisis parmi la famille des indices Dow Jones islamiques de marché Canadien (DJIM), en vue de l'ampleur de sa capitalisation boursière et de démontrer leur impact sur le comportement d'investisseur. L'analyse utilise les données quotidiennes des prix de Clôtures de l'indice islamique (CANI) et son homologue éthique (CAN) durant la période d'échantillonnage qui s'étend de Janvier 2005 à Décembre 2014 (2793 points de données). En deuxième lieu, la méthode de Cointégration est utilisée pour comparer les deux benchmarks choisis. Les résultats d'évaluation de la performance, montrent que l'indice islamique (CANI) surpasse son homologue éthique (CAN) notamment durant la période de la Crise de Sub-prime en 2008. L'analyse multivariée de cointégration semble indiquer que les deux d'indices islamique et éthique sont bien intégrés pour la période globale. Cependant, il semble y avoir une forte tendance dans un seule sens qui début de l'indices islamique (CANI) vers son homologue éthique (CAN) à long terme.

Mots-Clés: la Finance Éthique - la Finance islamique, DJIM, Cointégration.

Abstract:

This study aims to analyze the convergence of applied filters during the investments selection process between Islamic finance and Ethical finance, by assessing two indexes chosen from among the Dow Jones Islamic Indices Market (DJIM) family of the Canadian Stock Market, in order to its market capitalization extent and to demonstrate its impact on the investor behavior. The analysis utilises daily data of the close prices of the Islamic index (CANI) and its Ethical counterpart (CAN) covering the period from January 2005 to December 2014 (2793 data points). Secondly, cointegration method is used to compare the two selected benchmarks. The results of returns analysis show that the Islamic index (CANI) outperform its Ethical counterpart (CAN), particularly during the period of the Sub-prime Crisis in 2008. The multivariate cointegration analysis suggests that both Islamic and ethical indexes are well integrated in the overall period. However, there appears to be a strong trend in only one sense which early Islamic indices (CANI) to its ethical counterpart (CAN) in the long term.

Keywords: Ethical Finance - Islamic Financial - DJIM - Cointégration.

تمهيد

أصبح من المرجح أن غياب الضمير كجوهر للأخلاق وما ترتب على ذلك من تزوير واختلاس وتلاعب في الحسابات والقوائم المالية في الشركات المماثلة و السرقة في الأسواق المالية العالمية، كان من أهم الأسباب وراء تلك الأزمات التي مست دول العالم وانهيار شركات كبرى وخروجها من السوق الاقتصادي، مما استدعى رغبة حقيقية لدى الكثير من المستثمرين إلى الالتزام بالقيم والأخلاق في استثماراتهم؛ ونتيجة لانتشار الاهتمام بالمالية الأخلاقية و بالاقتصاد الأخلاقي الذي يسعى إلى الاستثمار في الأعمال والأنشطة الأخلاقية، بدأت آثار الالتزام بتلك المعايير تتجسد في اتجاه السلوك الاستثماري لبعض المستثمرين نحو تلك المؤسسات التي تعمل على تجنب مجموعة من الأنشطة غير الأخلاقية التي تشمل بشكل أو آخر مجموعة من الاستثمارات مثل إنتاج الخمر وبيعها، أو إنتاج التبغ، أو الاستثمار في نوادي القمار والملاهي... الخ.

وفي مقابل ذلك، نجد أن كثيرا من هذه المعايير بل أغلبها لا يخرج عن تلك التي وضعتها الصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تسعى لأن تكون أعمالها منضبطة بالأحكام الشرعية، حيث لا تمارس - إضافة إلى الأعمال السابقة- معاملات بها ربا أو غرر أو منتجات محرمة، ليست ضمن أطر الأعمال الأخلاقية من منظور صناديق الاستثمارات الأخلاقية مثل المتاجرة في لحوم الخنزير.

ومن خلال ما سبق سنقوم بالتفصيل في الإطار المفاهيمي للمالية الأخلاقية من خلال مبحثين، حيث نتناول في المبحث الأول مفاهيم عامة حول المالية الأخلاقية في ثلاث مطالب ندرج فيه أهم القيم الأخلاقية التي تقوم عليها وأهم مراحل قيامها.

أما في المبحث الثاني تحت عنوان واقع المالية الأخلاقية الموضح في ثلاث مطالب والمتمثلة في أهم أخلاقيات التعامل في الأسواق المالية وطبيعة المخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم الالتزام بتلك المعايير وكيفية معالجتها.

المبحث الأول : مفاهيم عامة حول المالية الأخلاقية

أصبحت الأخلاق حلقة مهمة في عالم الاقتصاد وبقية المجالات الأخرى، لا يمكن الاستغناء عنها نظرا لعلاقتها بالمال والتعاملات التي تحدث على مختلف المستويات ، وذلك للدور الذي تلعبه القيم الأخلاقية في تعزيز ثقة المساهمين والعملاء والمستثمرين ، لذا أصبحت معظم الدراسات والبحوث والبرامج في الآونة الأخيرة تندد بضرورة إحياء المالية الأخلاقية وأهم قيمها.

ومن هنا سنتطرق في هذا المبحث إلى ثلاث مطالب نوجز فيهم مفهوم القيم الأخلاقية في المعاملات المالية وأهم مراحل قيام المالية الأخلاقية وما الدور الذي تلعبه القيم في التعامل المالي.

المطلب الأول: مفهوم ومصادر القيم الأخلاقية في المعاملات المالية

ازداد الاهتمام بالبعد الأخلاقي في عالم المال والأعمال في السنوات الأخيرة كونها تمثل العامل الحاسم في صلاح الفرد و الجماعة و تقدم الأمم و الشعوب و لارتباطها بمختلف مجالات الاقتصاد، ولتوضيح مفهوم القيم الأخلاقية لابد من التمييز بين الأخلاق "Moral" و الأخلاقيات "Ethics".

أولاً : مفهوم الأخلاق و الأخلاقيات.

فالأخلاق في اللغة جمع خلق، والخلق كما ورد في القاموس المحيط للفيروز آبادي هو السجية والطبيعة والمروءة والدين، أما معنى الخلق اصطلاحاً ، فهو قوة راسخة في الإدارة تنزع إلى اختيار ما هو خير أو اختيار ما هو شر.¹ ويمكن تحديد مفهوم الأخلاق في نظر الإسلام أن الأخلاق هي "السجايا النفيسة الراسخة التي يصدر السلوك البشري، وهي هينة في النفس تصدر منها الأفعال بسهولة ويسر من غير حاجة إلى فكر، أي أن الأخلاق هي انفعال الظاهر بحركة الباطن وإرادته، وهي مرتبطة بالعقيدة والشريعة معا".²

¹ الدوري زكريا علي صالح : إدارة الأعمال الدولية منظور سلوكي و استراتيجي ؛ دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، ط 2009 ، ص 431.

² عبد المنعم حسين، الإنسان و المال في الإسلام، دار الطباعة والنشر، المنصورة، ط 1، 1986، ص 24.

وكلمة أخلاق أصلها يوناني إذ أنها مشتقة من كلمة "Ethics"، فالمصطلح بالإنجليزية يحمل معاني (جوانب) عديدة (ETHIKOS):¹

1 - يمكن التفكير في مفهوم الأخلاق بأنه ذلك الذي يتعامل مع الصالح والطالح، مع الواجبات والالتزامات الأخلاقية.

2 - يمكن تصوره كمجموعة محددة من المبادئ أو القيم الأخلاقية، التي في بعض الأحوال، قد تنفرد بها ثقافة بعينها وفي أحوال أخرى قد تكون جزءا من التراث الثقافي المشترك لكافة الأمم كما هو الحال في ميثاق الأمم المتحدة.

3 - يمكن رؤية الأخلاق كمبادئ السلوكيات التي تحكم الفرد أو الجماعة، أي معيار للأخلاقيات اللائقة بالمهنة مثل أخلاقيات قطاع الأعمال، أخلاقيات مجال الصرافة وكذلك أخلاقيات مجال المحاسبة أو الإعلان - كما يظهر مؤخرا.

4 - جرت العادة اعتبار الأخلاق فرعا من فروع الفلسفة وهي ترتبط بنشأة الأفكار الخاصة باقتصاد السوق.

أما مفهوم الأخلاقيات المترجم من الإنجليزية "ethics" أو الفرنسية "éthique" فهو من الألفاظ الحديثة الوافدة على اللغة العربية. إلا أن جل الباحثين في الاقتصاد الإسلامي لا يفرقون بين الأخلاقيات والأخلاق ويعتبرونها شيئاً واحداً. فيقرؤون في الكتابات الأجنبية عن الأخلاقيات وهم يظنون أن الموضوع يتعلق بالأخلاق، ويعلقون بالعربية عن استناد الغربيين بشكل متزايد إلى الأخلاق والمسألة ترتبط في الحقيقة بالأخلاقيات. في حين نجد على سبيل المثال "المنظمة العالمية لعمداء كليات الطب الناطقة بالفرنسية" تحرص في ترجمة نص ميثاق الأخلاقيات الخاص بكليات الطب على التمييز بينهما، فتترجم عبارة "éthique évaluation" بـ "التقييم الأخلاقياتي" وعبارة "éthique portée" بـ "بالبعد القائم على الأخلاقيات".²

وفي الأدبيات الأوروبية المعاصرة تدرج مفهوم الأخلاقيات "ethics" أمام معضلة معينة لاختيار أفضل حل ممكن على أساس القيم التي تم دراستها وقبولها واعتمادها مع الأخذ بعين الاعتبار السياق الذي تطرح فيه المعضلة وفقا

¹: جون سوليفان & ألكسندر شكولنيكوف، "أخلاقيات العمل المكون الرئيسي لحوكمة الشركات"، ورقة عمل مقدمة إلى: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 12/01/2006، ص10.

²: François Guéranger (2009). *Finance Islamique . Une illustration de la finance éthique* . Dunod, Paris, p :09

لمعطيات واقعية. فالأخلاقيات في نظر هؤلاء هي سلوك فردي، بين سلوكيات أخرى ممكنة، يكتسبها الإنسان من تربيته وثقافته وبيئته وتجربته في الحياة، ولهذا توصف أحيانا بأنها فن قيادة السلوك.¹

وتشير الأدبيات الفرنسية إلى عدد من الفروق بين الأخلاق والأخلاقيات، لعل من أبرزها النقاط التالية التي نوضحها في الجدول التالي :

الجدول رقم (01-01): يوضح الفرق ما بين الأخلاق والأخلاقيات.

الأخلاقيات	الأخلاق
تحمل طابعا غير ديني	لها دلالة دينية
لها مصدر إنساني	لها مصدر سماوي
لها بعد نسبي	لها بعد مطلق
تستلزم سلوكاً نسبياً قابلاً للتعديل والتكيف وفقاً لمقتضيات البيئة والمعطيات المتوفرة	تستلزم معايير مطلقة غير قابلة للنقد والتغيير

المصدر: من إعداد الطالبتين

ثانيا : مفهوم القيم الأخلاقية في المعاملات المالية.

القيم لغة : "تورد المعاجم اللغوية مجموعة من الدلالات لكلمة "قيمة" وجمعها "قيم" ، وتظهر الأصول اللغوية أن كلمة القيمة مشتقة من الفعل "قوم" الذي تتعدد موارده ومعانيه ، فقد استخدمت للدلالة على معاني عدة منها ثلاثة هي : الصلاح والاستقامة : فالشيء القيم ماله قيمة بصلاحه واستقامته ، وأورد الراغب إن الدين القيم هو الثابت قَومَ لأمور الناس ومعاشهم " و أمرهم مستقيم ، و خُلِقَ قِيَمَ حسن ، ودين قِيَمَ مستقيم".²

وأما القيم اصطلاحاً وردت في القاموس المحيط للفيروز أبادي أنها "مجموعة من المثل العليا والغايات والمعتقدات والتشريعات والوسائل والضوابط لمعايير لسلوك الفرد والجماعة ، وهذه القيم هي التي تحدد علاقة الإنسان وتوجهه إجمالاً وتفصيلاً مع الله تعالى ومع نفسه ، ومع البشر ومع الكون ، وتتضمن هذه القِيَمَ غايات ووسائل "

¹ عبد الرزاق بلعاس : " التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات " : مجلة الدراسات الإسلامية ، ع1، المجلد 18، ص.ص81-105.

² ماجد زكي الميلاد: تعلم القيم وتعليمها -تطور نظري تطبيقي؛ دار المسيرة، عمان، ط 4، 2013م، ص19-20.

وتعرف أيضا أنها "صفة الفعل التي تجعله خيرا" أو هي "ما يدل عليه لفظ الخير" على خلاف الأنواع الأخرى من القيم، تتصف القيمة الأخلاقية بما يلي:

* **التعالى:** إن القيمة الأخلاقية مثالية و متعالية عن الواقع، لأن الواقع يعبر عما هو كائن أما القيمة فهي تعبر عما يجب أن يكون

* **الإبطانية:** إن القيمة الأخلاقية موضع حبا و تضحيتنا لأنها نابعة من الشعور أو الضمير.

* **التدرجية:** إن القيم الأخلاقية كلها خيرة، لكنها ليست على درجة متساوية من الأهمية ، فالتضحية في سبيل الوطن أولى من التضحية في سبيل الأسرة

* **المجموعية:** إن القيمة الأخلاقية لا تكون كذلك بالنسبة لفرد واحد معين بل بالنسبة لجميع الأفراد الآخرين .

والقيم الأخلاقية في النظام الاقتصاد الإسلامى تختلف عن القيم التي ينص عليها كل من النظام الرأسمالي والاشتراكي ونبين هذه الفروق بالاختصار كما يلي:¹

1- الاقتصاد الرأسمالي:

يقوم الاقتصاد الرأسمالي على أساس حرية الفرد في أن يعمل ما يروقه من الأعمال التجارية والصناعية وما يتبعها من معاملات، وأن ينتج الأصناف التي يختارها والكمية التي في وسعه إنتاجها، وأن يتعامل مع غيره بكل ما يستطيع من حرية، وبعبارة أخرى: الاقتصاد الرأسمالي يركز على سياسة الباب المفتوح "Laissez Faire".

ويقول علماء الرأسمالية: أنه لكي تكون الحياة الاقتصادية صحيحة لابد أن تكون مستندة على أسس ثلاثة:

1-1 المصلحة الشخصية كهدف، لأن واقع الإنسان أنه لا يعمل إذا لم تكن له مصلحة شخصية تدفعه إلى العمل.

1-2 المزاحمة كوسيلة، لأن الإنسان مسير بخلقه أكثر من ذكائه وعقله، فلا بد له لكي يقتحم مصائب العمل من منافس.

1-3 الحرية كشرط، لأن فقدان الحرية يقتل المنافسة، ويشل النشاط، ولا يحقق المنفعة الشخصية.

¹ : الشيخ مصطفى ملا أوغلو ، " المبادئ الأخلاقية في التعامل المالى " ، بحث مقدم : للدورة الثامنة عشرة للمجلس ، دبلن -2008م ، ص02-03.

2- الاقتصاد الاشتراكي: ندى أنصار العمال بالاقتصاد الاشتراكي وبنوه على ما يأتي:

1-2 محو الملكية الفردية الواسعة للأرض وللرأس المال، وتسليمها للدولة لمصلحة الجميع، والأفراد يؤدون أعمالاً

للدولة نظير أجور تعطى لهم بالتساوي على أساس قيمة العمل الذي ينتجه كل واحد منهم.

2-2 وضع منهاج للإنتاج في حدود حاجة المجموع نوعاً وكماً.

3-2 توزيع السلع الاستهلاكية على الأفراد كل حسب حاجته.

قالوا: وبذلك يزول التفاوت بين الأفراد، وتنمحي الطبقات الاجتماعية ويتساوى الأفراد، فلا أزمات اقتصادية، ولا

شحناء على المال، ولا تباغض ولا تحاسد وإنما أخوة وتعاون وسلام.

3- الاقتصاد الإسلامي: نظام الاقتصاد الإسلامي لا شبيه له بين النظم الاقتصادية الحاضرة، فهو فريد في بابه

ونسيج وحده، فيه من الرأسمالية أحسن ما لديها، وليس فيه عيوبها، وفيه من الاشتراكية الماركسية خيرها دون شرها.

أول ما يطالعنا الإسلام من نظامه: أنه يحترم (الملكية الفردية) ولكنه لم يقرها مطلقاً في آثارها بل أقرها مقيدة بقيود

عديدة أراد تخليصها من شرورها، فهو يختلف عن الرأسمالية في عدة أمور:

1-3 يحارب تكديس الثروة وجمعها في يد فئة قليلة، بل يجنح إلى جعلها رأسماليات متوسطة أو صغيرة.

2-3 ما أتى من تشريع يحفظ أموال الأمة والأفراد.

3-3 ما دعي إليه الإسلام من البر بالطبقات الفقيرة، وجعل ذلك من صلب العبادات.

4-3 وضع الإسلام مبادئ أخلاقية للتعامل الاقتصادي كما وضع مبادئ لكل أطراف الحياة الإنسانية.

وهذه الأمور الفارقة للاقتصاد الإسلامي يتبين فرق النظام الاقتصادي الإسلامي عن بقية النظم الاقتصادية البشرية

الحالية. كما يتبين أيضاً أن النظم البشرية الحالية مجردة عن العقيدة أي الإيمان بالله واليوم الآخر، خال من

الأخلاق، بل وأكثرهم بعيدين أيضاً من العقيدة والإيمان والاحترام للإنسان، ويتحركون من مبدأ كل ما يؤدي إلى

الغاية فهو مباح أو بعبارة أخرى: الغاية تبرر الوسيلة، ولذلك يرون كل الوسائل مشروعاً.

أما المعاملات المالية فتعرف على أنها مجموعة المبادلات و المعارضات المالية التي تكون بين طرفين وقد جمعت نظرا لتعدد أنواعها (فإن كانت ثمنا بئمن، سبي صرفا وإن كانت ثمنا بئمون سبي بيعا مطلقا، وإن كان عينيا بذمة سبي سلما وإن كان على الخيار سبي بيع خيارو إن كان على المرابحة سبي بيع مرابحة وإن كان على المزايدة سبي بيع مزايدة).¹

* تتمثل أقسام المعاملات المالية في:

1- عقود المعوضات: وهي إما البيع و إما إجارة وإما جعالة.

2- عقود الإرفاق: وهي القرض-العارية

3- عقود التبرعات: الهبة-الهدية-الوقف.

4 - عقود الائتمان: الوديعة.

والقيم الأخلاقية في المعاملات المالية هي مجموعة المثل و الضوابط و المبادئ التي تنظم سلوك الفرد و الجماعة و تحدد علاقته بغيره في المبادلات و المعارضات المالية.

ثالثا: أنواع القيم الأخلاقية :

أ- القيم الأخلاقية في الاقتصاد الإسلامي:

إن القيم الأخلاقية في الإسلام تنبثق من العقيدة الإسلامية فلا تملكها مصلحة أو منفعة ، فهي ليست كالقيم الأخلاقية بالمفهوم الغربي حيث أنها انقضت المصلحة منها ، أو تحققت المنفعة ضاعت القيمة الخلقية ، وهذا هو أحد أوجه الاختلاف بين القيم الأخلاقية الإسلامية و القيم الأخلاقية الأوروبية²

والاقتصاد الإسلامي من مرتكزا ته الأساسية القيم و الأخلاق الإسلامية ، فموقف الاقتصاد الإسلامي من الحلال و الحرام و الحق و الباطل و العدل و الظلم و الرحمة و الغلظة و الأجر العادل و غير العادل ، و تحريم الربا و الاحتكار

¹ سعد الدين محمد الكبي: المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام ؛ المكتب الإسلامي ، بيروت، ط1، 2002م، ص 16- 22.

² فكري أحمد نعمان ؛ النظرية الاقتصادية في الإسلام ؛ توزيع المكتب الإسلامي ، دار القلم للنشر ، بيروت - لبنان ، ط1، 1985، ص67.

والغش و النجش و التدليس و أكل أموال الناس بالباطل ، وسلوكيات المنتج و المستهلك ونظرة المسلم إلى الملكية و دور الدولة الإسلامية في الحياة الاقتصادية وغيرها .

كل هذه المفاهيم و أبعادها ستدخل في التحليل الاقتصادي وفق المعايير الأخلاقية الإسلامية. والنظام الاقتصادي الإسلامي وضع العديد من الأسس و المبادئ الأخلاقية التي هي عبارة عن قيم أخلاقية ينبغي على كل مسلم الالتزام بها إذا أراد السعادة و النجاح في الدنيا و الآخرة، ومن هذه القيم ما يلي:

* الصدق : هو الإخبار عن الشيء على ما هو عليه.¹ فالصدق من أخلاق الإسلام العالية التي يجب أن يتميز بها المسلم في تعاملاته ، فقد أمر الله عباده المؤمنين بتقواه و ملازمة الصادقين حيث قال الله تعالى ﴿يأيتها الذين آمنوا اتقوا الله و كونوا مع الصادقين﴾.²

وينعكس الصدق إيجابيا على سير العملية الاقتصادية برمتها حيث يعمق الشعور بالثقة و النزاهة عند المستثمرين و يحافظ على أموالهم و أموال الممولين كونها أساس في نجاح أي مشروع أو عمل اقتصادي و لا يجعله يلجأ إلى الطرق الالتفافية ولا يعد بأكثر مما يستطيع عمله.³ وقد حذر الاقتصاد الإسلامي و الأوساط التجارية و أكد على ضابط الأخلاقي و الصدق في تعاملات.

* التسامح و الوفاء بين العاقدين: وهو أحد القيم الأخلاقية التي أمر بها الإسلام، فالمسامحة و التيسير و التجاوز عن الآخرين و الابتعاد عن المضايقة و المشاحنة و التعسير هي القيم التي ينبغي أن تسود كل تعامل إسلامي.

* الوفاء بالعهود و العقود : وهو أحد القيم التي حث عليها الاقتصاد الإسلامي في التعاملات بين العاقدين و المتعاهدين ؛ و الوفاء يشمل أقوال و أفعال العاقدين كالوعود بإبرام الصفقات التجارية و أداء العقود و الوفاء بها من بيع و شراء و استئجار الإجراء و العمال و أداء الديون وغيرها .

¹ : عبد اللطيف محمد العبد : الأخلاق في الإسلام : مكتبة دار العلوم ، القاهرة، ط.1985 ، ص 195

² : سورة التوبة، الآية(119).

³ : أحمد سلمان محمدي : الضوابط الأخلاقية و الاقتصاد الإسلامي : دار غيداء للنشر و التوزيع ، عمان ، ط1، 2014م ، ص108.

فإن ما يتنافى مع أخلاقيات المسلم عدم الوفاء و المماطلة في أداء الديون إذا كان المدين قادرا على الوفاء و سداد ما بذمته، وذلك عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: قال الرسول الله ﷺ: "مطل الغني ظلم".¹ وقد حذر من الظلم و ما ينجم عنه.

* العدل : وهو من خصائص الاقتصاد و العلاقات الدولية و العلاقات مع الأفراد و الجماعات فقد أغفل ميثاق الأمم المتحدة مبدأ العدالة فلم ينص عليها في الميثاق ضمن أهدافه الأمم المتحدة التي تريد تحقيقها في العالم.² وفي الجدول رقم (02-01) أدناه، نوضح القيم الأخلاقية الحميدة التي جاء بها الاقتصاد الإسلامي و القيم الفاسدة التي نهى عنها كما يلي:

الجدول رقم (02-01): يوضح القيم الأخلاقية في الاقتصاد الإسلامي و نظيرتها.

القيم الأخلاقية الحميدة	القيم الأخلاقية الفاسدة
الصدق	الكذب و الإشاعات المضرة في الأسواق
العدل	الظلم
الوفاء	الخداع و الغش
الأمانة	الخيانة ، السرقة

المصدر: من إعداد الطالبتين .

ب- القيم الأخلاقية في الاقتصاد الرأسمالي :

إن السبب الكامل وراء ظهور المنظومة القيمة و الأخلاقية في النظام الاقتصادي الرأسمالي حسب ما جاء به الأستاذ سيد قطب أنها ظهرت كردة فعل لإهدار الوجود الفردي و الحرية الاقتصادية الذي نادى به الاشتراكية ، حيث قام النظام الرأسمالي على أساس من إطلاق العنان لنشاط الفرد إلى غير حد ، و للحرية الفردية من غير حد ، و اعتبار الصالح الفردي هو الصالح الأعلى ، وبرز هذا الاتجاه في الفكر الرأسمالي إلى أقصى حد ، إذ ترك كل شيء لنشاط الأفراد و رغبتهم و مصالحهم ، دون أي اعتبار للمجتمع ، أو الأخلاق ، أو لأية اعتبارات أخرى يمكن أن تحد من

¹ :الإمام البخاري، صحيح البخاري ، كتاب الحوالات ، باب في الحوالة و هل يرجع في الحوالة ، رقم 2166 .

² : منير حميد ألبياتي : حقوق الإنسان بين الشريعة و القانون ؛ وزارة الأوقاف و الشؤون الإسلامية، الدوحة- قطر ، ط 2002 م، ص 64-65.

الحرية الفردية أو تحقيق الصالح الفردي¹، و انطلاقا من هذه فإن المنظومة القيمة و الأخلاقية للنظام الاقتصاد الرأسمالي تتشكل من عناصر ثلاثة نذكرها كما يلي :

* الأنانية : حسب الفكر الغربي الأنانية ليست شرا وإنما هي قيمة في ذاتها ، حيث اعتبرها آدم سميث القيمة التي تحرك السوق وتسيره ، فالآليات الاقتصادية تتحرك في ضوء منظومة ترى أن التفكير الأناني هو السبيل للنجاح في تنشيط الاقتصاد حيث رخص للمستهلكين استهلاك ما يرغبون على وفق أذواقهم و رغباتهم بهدف تحقيق الحد الأقصى لمنافعهم الذاتية، كما ترخص للمنتجين إنتاج ما يرغبون استجابة لأذواق المستهلكين و رغباتهم ، وذلك من خلال تجميع ما يشاءون من عناصر الإنتاج التي يرون أنها ملائمة لتقليص التكاليف إلى الحد الأدنى أو زيادة أرباحهم إلى الحد الأقصى² و هذا الفكر هو الذي أنتج مجتمعا يلهث وراء الربح و المال بأي وسيلة سواء كان عن طريق الربا أو الاحتكار أو الغش أو استغلال الآخرين ومنه تقديم المصلحة الفردية على الجماعية حتى وإن كانت فيها مخاطر على الغير .

* اللذة : تعد من أهم القيم الأخلاقية للنظام الرأسمالي ، ويوضح الاقتصاديون الرأسماليون هذا المبدأ أكثر بفلسفة بنتام "Bentham" (والتي تجعل السلوك و الأداء الإنساني محكوما بمبدأين هما : الألم و اللذة ، ويحسبهما فقط يؤشر لنا ما يجب أن نفعله مثلما يتحدد لنا ما سنفعله إن مبدأ المنفعة يقرر هذا الخضوع)³.

ومن انعكاسات التي نتجت عن هذه القيمة ، بروز ظاهرة عدم الانتماء و الاغتراب و عدم الشعور بالمسؤولية والانحطاط و الوصول هدف واحد هو إشباع اللذة و الرغبة دون مراعاة العواقب و القيم الأخلاقية في مختلف المعاملات الاقتصادية ، وتفشي ظاهرة الفساد دون مبالاة كأكل لحوم الخنازير و المتاجرة في الخمر و القيام بالمقامرات و الاحتكار وغيرها بشكل مسموح عكس ما نص عليه الاقتصاد الإسلامي .

* المنفعة : وهي أحد القيم التي تقوم عليها الرأسمالية و هدف منها تحقيق و إشباع الرغبة بأي طريقة كانت ، ودون مراعاة الجانب الأخلاقي ولقد أخذت هذه الفلسفات و النظريات بالاقتصاد الرأسمالي إلى الانحطاط الأخلاقي

¹: سيد قطب : الإسلام ومشكلات الحضارة : دار الشروق ، بيروت ، ط1988.9م ، ص99.

²: محمد شبرا : الإسلام و التحدي الاقتصادي : المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، الأردن-عمان ، ، ط1، 1996م، ص274.

³: Jeremy Bentham (1781). **An Introduction to The principles of moral and legislation**. Batoche Books. Kitchener(2000). p :19.

الذي كان ممكن أن يكون أقل درجة بكثير لو أن المعتقدات البنية و القيم الأخلاقية بقيت تقوم بدور المصفاة الأخلاقية المقبولة على الصعيد الاجتماعي¹ وتقديس هذه القيم وإعطائها اهتمام كبير أدى إلى الوقوع الأزمة المالية .

ج- القيم الأخلاقية في الاقتصاد الاشتراكي : إن نظرة الاقتصاد الاشتراكي للقيم الأخلاقية في تناقض ، وذلك لتهميشها لجانب الدين وعدم ربطه بالاقتصاد حيث أنها تعطي أهمية كبيرة للجانب المادي و مدى تحقيق الفرد لمنفعته ، وعدم الاهتمام بسلوك الفرد.

المطلب الثاني : مراحل قيام المالية الأخلاقية

اهتم الباحثون - من اجتماعيين واقتصاديين - منذ بداية القرن العشرين بالعلاقة بين الاقتصاد والأخلاقيات من منظور ديني أو فلسفي .وأشهر ما ألف في هذا الموضوع هو كتاب الاجتماعي الألماني ماكس فيبر "Weber Max" (1864-1920) "أخلاقيات البروتستانت ورو الرأسمالية" (1904-1905)، وتبعه في ذلك الفيلسوف والاجتماعي الألماني "أرنست ترو لتش" Troeltsch Ernst (1865-1923) مع مؤاخذة دقيقة مؤداها أن أصلا الديانة البروتستانتية قدم فعلاً أخلاقيات مواتية لتطور الرأسمالية ولكن هذا الأمر لم يحصل إلا تحت تأثير الاقتصاد الحديث.²

وفرضت المسألة الخلقية نفسها في عالم الاقتصاد عندما تجلى أنه لا يمكن تنظيم النشاط الاقتصادي من خلال الدولة وحدها ولا من خلال السوق وحده. وتبين أن الزيادة الكمية للإنتاج عبر الناتج المحلي الإجمالي، لم تعد ترادف حياة أفضل فحسب ولكن أصبح تهدد البيئة والحاجات البشرية الأساسية ،وفي هذا الصدد أنشئ كرسي اليونيسكو "الأخلاقيات الاقتصادية والحقوق الإنسانية والديمقراطية" في جامعة "فريب ورغ" بسويسرا³. وفي عام 2004 أنشئت في جامعة "تورنتو" بكندا مجلة "الأخلاقيات والاقتصاد: Ethics and Economies" تنشر أوراقًا علمية بالفرنسية والانجليزية .

¹: أحمد سلمان محمدي ، الضوابط الأخلاقية والاقتصاد الإسلامي ، مرجع سبق ذكره ، ص61 .

²: بلعباس عبد الرزاق، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات ،مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ، حوار الأديان، جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، 2011/04/21 ، ص83-84 .

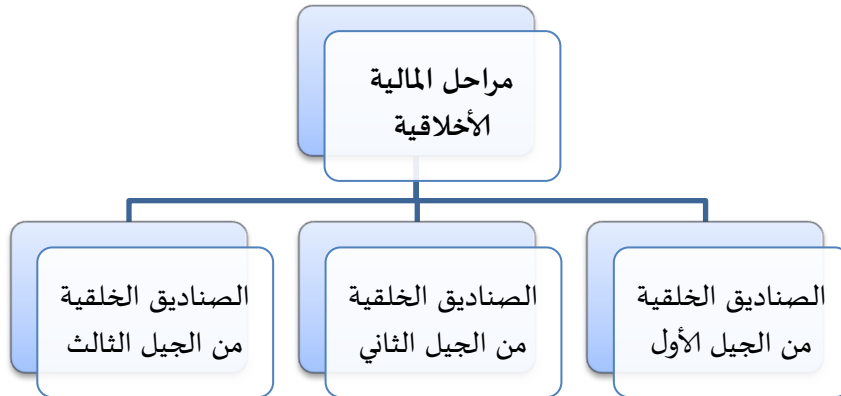
³: **Ethique économique, droits humains et démocratie**, Chaire UNESCO pour les droits de l'homme et la démocratie, Institut Interdisciplinaire d'Ethique et des Droits de l'Homme, Université de Fribourg, Suisse.

وتجدر الملاحظة أن استخدام بعض الاقتصاديين لمفهوم الأخلاق " Morale " لا يعني استنادهم إلى فلسفة اقتصادية قائمة على مبادئ دينية، وإنما تنبيههم على استحالة الفصل بين الخيارات الاقتصادية والمشاعر الأخلاقية مثل العدالة، وكذلك على الشروط التي يجب أن يفي بها المجتمع لكي تؤخذ حاجات أعضائه الأكثر تهميشا بعين الاعتبار. وبهذا فإن النظريات الحديثة للعدالة تبحث على صياغة مبادئ لمجتمع عادل دون الاستناد إلى تصور محدد للحياة الفاضلة.

وبعد سلسلة من الفضائح منها فضيحة "إنرون Enron" و"ورلدكوم Worldcome" و"برمالات Parmalat" ، و"فيفاندي Vivendi" ، و"أهولد Ahold" ، و"غلوبل كروسينغ Crossing Global" و"فضيحة" مادوف Madoff" في ظل الأزمة المالية العالمية تجدد اهتمام بالأخلاقيات بغرض بناء نظام مالي أكثر نزاهة واستقرارا، مما لا يعني التخلي عن النظام الرأسمالي كما يتصور بعض الباحثين في اقتصاد الإسلام. يقول الرئيس الفرنسي "نيكولاز ساركوزي" ، 2008 Sarkozy" في خطاب ألقاه بمدينة تولون في 25 سبتمبر 2008م: " إن الرأسمالية لا تعني إعطاء الأولوية للمجازفين ، بل للمنظمين، ومكافأة العمل، والجهد، والمبادرة [...] إن الرأسمالية هي التي مكنت التطور المذهل للحضارة الغربية منذ سبعة قرون .

إن الأزمة المالية لا تعني أزمة الرأسمالية، إنما هي أزمة نظام ابتعد عن القيم الأكثر جوهرية للرأسمالية وخان روح الرأسمالية [...] إن الأزمة الحالية يجب أن تحثنا على إعادة بناء الرأسمالية على أخلاقيات الجهد والعمل ، والتوازن بين الحرية والتنظيم ، والمسؤولية الجماعية والمسؤولية الفردية؛ وهنا يتجلى دور المجازفة التي تغلب على الأسواق المالية وتجعلها مصدرا للاختلال والعدوى، وهي ناتجة عن التعامل بمنتجات مالية مثل المستقبلات، والخيارات، والمبادلات المؤقتة التي تعترها مخالفات شرعية كبرى كالربا والغرر والقمار، ولقد شهدت المالية الأخلاقية ثلاث مراحل أساسية نوضحها في الشكل رقم (01-01) أدناه كما يلي:

الشكل رقم (01-01): يمثل مراحل المالية الأخلاقية.



المصدر: من إعداد الطالبتين .

أولاً: الصناديق الخلقية من الجيل الأول: بين الأخلاقيات الدينية وأخلاقيات النضال السياسي¹

ظهر الجيل الأول من الصناديق القائمة على الأخلاقيات (Funds Ethical) التي تُستثمر في الأسواق المالية في الولايات المتحدة في عشرينات القرن الميلادي الماضي عندما رفضت بعض المجموعات الدينية استثمار مدخراتها في "أسهم الخطيئة" « Sin Stocks » ومن هنا ظهر أول صندوق استثمار في 1928م باسم « Pioneer Fund » واستبعدت هذه الصناديق تدريجياً إلى قطاعات (الخمرو التبغ و القمار والجنس والحد من المخدرات والأسلحة وغيرها).

ثانياً : الصناديق الخلقية من الجيل الثاني: المسؤولية الاجتماعية² والبيئية :

وفي الثمانينيات انتقدت الاتجاهات السابقة بكونها قائمة على فرز سلبي « négative screening » ومعايير استبعاد « exclusion criterai » فبات يُنظر إليها بصفة سلبية نظراً لثلاثة أسباب رئيسية وهي كالتالي:

* الناحية المنهجية : إن الفهم المفصل لكافة القطاعات التي تنشط فيها الشركات ليس أمراً ميسراً حتى يتمكن من تحديد ما يتوافق مع المعايير القائمة على الأخلاقيات وما يخالفها، فهذا يحتاج إلى تصنيف الشركات والصناديق وفقاً لمعايير خلقية.

¹ : Nodira Akhmedkhodjaeva, Mohamed Choukhri, Arthur Vaillant(2001), **Ethique de la finance et l'exemple de la finance islamique**, CERDI ;P :10.

* المسؤولية الاجتماعية:عرفتها الغرفة التجارية العالمية:"على أنها جميع المحاولات التي تساهم في تطوع الشركات لتحقيق التنمية بسبب اعتبارات أخلاقية واجتماعية". (ينظر : تامر البكري، التسويق الأخضر وإعادة التدوير، دار المجد للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،ط2015،ص80).

* الناحية المالية : إن استخدام معايير استبعاد يفضي إلى الحد من تنوع المحافظ الاستثمارية، وبالتالي يجعل الصناديق أكثر عرضة للمخاطر ويقلل مدن جاذبيتها للمستثمرين.

* الناحية الإستراتيجية: إن معايير استبعاد تحد من التأثير المباشر على سلوك الشركات، على نقيض المساهمة التي يمكنها أن تؤثر إلى حد ما على توجه الشركات للاستثمار في قطاعات معينة .

في هذا السياق ظهر جيل ثاني من الصناديق استثمارية الخلقية بناء على مفهوم المسؤولية اجتماعية للشركات ومراعاة تنمية الدول الأكثر فقرا والسلوك اجتماعي والبيئي وفي غضون ذلك تحول النضال استثماري الذي يقوده بعض المساهمين إلى وسيلة لتوجيه عمل الشركات من خلال التدخل والتصويت في قرارات الجمعيات العامة .

ثالثا: الصناديق الخلقية من الجيل الثالث: التنمية المستدامة¹.

فرض مفهوم التنمية المستدامة نفسه على المستوى الدولي منذ مؤتمر قمة الأرض من 3 إلى 14 يونيو 1992م. وحدد النص المعتمد من قبل 178 حكومة الخطوط العريضة التي ينبغي أن تتبناها الإنسانية في القرن الواحد والعشرين للحفاظ على تنميتها اقتصادية واجتماعية في بيئة ملائمة للعيش تلي حاجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية حاجاتها .

ويظهر مفهوم استدامة أكثر صرامة عندما يستبعد مبدئيا بعض القطاعات المشهورة "بعدم استدامتها"، ويتطلب أيضا من مدير الصندوق معرفة متعددة لتخصصات تشمل الإدارة البيئية والسياسة اجتماعية والمشاركة في المجتمع المحلي وحوكمة الشركات والأخلاقيات التجارية واحترام حقوق الإنسان وعمليات التصنيع والمنتجات والخدمات والعلاقة مع الأطراف المشاركة في نشاط الشركة، الخ...

في هذا السياق ظهرت الصناديق استثمارية الخلقية من الجيل الثالث للتوفيق بين الربحية المالية والأداء اجتماعي والبيئي. ويرى القائمون على هذه الصناديق، مقارنة بالجيل الثاني، ضرورة التحاور المستمر مدعم الشركات لتطوير إدارتها إلى أبعد من مجرد المشاركة في الجمعيات العامة، بالإضافة إلى مراعاة الأطراف المرتبطة بنشاط الشركات "Stakeholders"، أي الموظفين، والممولين، والزبائن، والشركاء، والجمعيات، والمنظمات غير الحكومية، وعدم اقتصر على المساهمين "Shareholders" فحسب.

¹: بلعباس عبد الرزاق: التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، مرجع سبق ذكره، ص 87.

* المعضلات التي تطرحها الصناديق الخلقية:

تطرح الصناديق الخلقية "Funds Ethical" على المستوى التطبيقي ثلاث معضلات تتمثل في اختيار المؤشرات ، ووزن المعايير، وإستراتيجية استثمار. وتخص المعضلة الأولى وكالات التصنيف ، والثانية المكلفين بإدارة الصناديق، والثالثة المساهمين.

1- اختيار المؤشرات

تواجه وكالات التصنيف الأخلاقية "Ethical Rating Agencie"* تحديا كبيرا لتحويل المعايير الأخلاقية: (Ethical Norms) إلى مؤشرات قابلة للقياس، وترتكز قواعدها البيانية على الوثائق الصادرة عن السلطات العامة، واستبيانات الخاصة، واللقاءات مع مدراء الشركات. وهذا يطرح تساؤلات عن مصداقية المعطيات وشفافية المعلومات، إضافة إلى أن التحليلات لا تخلو من الأحكام المعيارية المسبقة التي تختلف من وكالة إلى أخرى .

2- تحديد وزن المعايير:

تطرح هذه المعضلة على مدراء الصناديق الإستثمارية بحيث يمنح كل واحد منهم ثقلا للمؤشرات المطروحة من قبل وكالات التصنيف الخلقية ، فيعطى أحد المدراء على سبيل المثال ثقلا أكبر للعلاقات الإنسانية و العلاقات مع البيئة ، بينما يمنح ثقلا أقل للعناصر الأخرى المرتبطة بالعلاقات بين الزبائن و الممولين و السلطات المحلية. في حين يعطى آخر ثقلا أكبر للموارد البشرية و العلاقات بين الزبائن و الممولين و ثقلا أقل للعلاقات مع المساهمين و البيئة المحيطة و السلطات المحلية.

3- إستراتيجية الاستثمار:

تتلخص هذه المعضلة في التوفيق بين الأخلاقيات و الربحية، و تجر الصناديق أكثر إلى منطوق أسواق المال لاسيما بعد ظهور عدد من المؤشرات التي أنشئت بهدف توفير مؤشر مرجعي « benchmark » متداول في الأوساط المالية، والجدول رقم(01-03) أدناه، يوضح أهم المؤشرات الأخلاقية:

* :وكالات التصنيف الخلقية: تأسست هذه الوكالة في أواخر تسعينات القرن الميلادي للتقييم وتصنيف سياسات المسؤولية الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات. وقد تطور هذا القطاع، من نشأته، بشكل كبير ليتعدى اليوم ثلاثين وكالة تصنيف تنتشر في أوروبا وأمريكا الشمالية وآسيا. (ينظر: عبد الرزاق بلعباس، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، مرجع سبق ذكره، ص18).

الجدول رقم(01-03):يمثل أهم المؤشرات الخلقية التي أنشئت في الأسواق المالية .

اسم المؤشر باللغة العربية	اسم المؤشر باللغة الأجنبية	السنة الإنشاء
مؤشر اجتماعي دومين 400	Domini 400 Social index (DSI)	1990
مؤشر تجمع استدامة داو جونز	Dow Jones Sustainability Group (DJSI)	1999
فاينشل تايمز	FTSE 4 GOOD	2001
مؤشر أداء استدامة متقدم	Advanced Sustainable Performance indices SPI	2002
مؤشر استدامة الخلقية	Ethibel Sustainability index (ESI)	2002

المصدر: بلعباس عبد الرزاق: التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات : المرجع السابق ،ص89.

وتشير بعض الدراسات إلى أن خيارات الشركات المنتخبة من قبل هذه الصناديق تتأثر بالاعتبارات المالية التي تفرضها الأسواق أكثر من التزامها بمعايير الأخلاقيات الاجتماعية و البيئية¹، والمفارقة هنا في الاستناد إلى قواعد لعبة السوق أساسا للأخلاقيات نفسها لكونها أنشئت لتفادي الآثار الخارجية السلبية للسوق على المستوى البشري والاجتماعي والبيئي. فالصناديق الخلقية، علاوة على ذلك، فإن السوق بشكله السائد اليوم يخضع أكثر لإرادة القوة والنفوذ من استناده إلى قواعد عادلة وحيادية.

وفي هذه الصدد يقول باتريس ماير بيش (Meyer-Bisch, Patrice)² المنسق لكرسي "الأخلاقيات الاقتصادية والحقوق الإنسانية والديمقراطية" في جامعة فريب ورغ بسويسرا: "إن ما نسميه اليوم اقتصاد السوق هو إلى حد كبير تقاسم للسلطة بين الفاعلين الأكثر قوة"، كما يشير إتيان بيرو من جهة أخرى، تخدم اليوم بصفة جلية أكثر فأكثر لعبة النظام الرأسمالي بحيث أنها تؤمن له شرعية جديدة وهذا يجعل مستقبلها مضمونا إلى حد بعيد.³

¹ : Dion, Michel (2010); *Les fonds mutuels éthiques américains: La présence de croyances organisationnelles au cœur de la performance sociale et financière*, *Ethique et économique / Ethics and Economics*, Vol. 7, No.1, pp : 01-18.

² : Meyer-Bisch, Patrice(2003). *L'éthique économique: une contrainte méthodologique et une condition d'effectivité des droits humains*, Economie Ethique, Paris: UNESCO. N°5 SHS-2003 p 36

³ : Perrot, Étienne(2001) ; *Les placements éthiques dans la régulation du capitalisme*, *Revue Projet*, n°266, 2001/2, pp : 46 – 54. available at : <http://www.cairn.info/revue-projet-2001-2-page-46.htm>

المطلب الثالث : دور و أهداف القيم المالية الأخلاقية

إن القيم و المبادئ الأخلاقية التي تنص عليها المالية الأخلاقية من أهم المعايير التي أصبح الواجب تطبيقها و الالتزام بها في الأسواق المالية التقليدية و من الأمور التي تسعى الدول لإحيائها و تعزيزها ، وذلك لما لها من أهمية في الاقتصاد و تحقيق الربح فكله يعتمد على القيم الأخلاقية .

وفيما يلي أهم الأهداف و الدور الذي تلعبه المبادئ و القيم الأخلاقية للمالية الأخلاقية :

أ- دور القيم والأخلاق للمالية وانعكاساتها على الكفاءة والربحية والنمو:

وتدل الدراسات العلمية في الدول الغربية أن للقيم والأخلاق المطبقة انعكاسا إيجابيا على الكفاءة وعلى الربحية والأداء¹، كما أظهرت الدراسات أن حسن تطبيق القيم والأخلاق لها أثر متنامي على ربحية المؤسسة ونمو أعمالها وذلك لأن التزام المؤسسة و الأسواق بمعايير أخلاقية هي أحد المعايير التي يعتمد عليها المستثمرون في توجيه أموالهم، مما يعني تزايد الأموال المستثمرة لدى المؤسسة و في الأسواق وتزايد أعمالها².

وكما تظهر بعض الدراسات الميدانية عن مائة وعشرين شركة ماليزية مدرجة في السوق المالي ، ووجود علاقة واضحة بين وجود إجراءات للحكم الصالح وما بين تنامي إيرادات الشركات³، ومع أننا نعلم يقينا بدور القيم والأخلاق في تحسين الكفاءة وتنامي الربحية وزيادة النمو إلا أنه لم تتوفر للباحث دراسات علمية حول المؤسسات المصرفية الإسلامية تظهر هذا الارتباط. واتفقت الشركات التي تم مقابلتهم على أن تطبيق القيم والأخلاق ساهم عمليا في تنامي معدلات الأموال المودعة للاستثمار، وتنامي حجم المحفظة الاستثمارية للشركة والأصول التي تديرها، وبالتالي زاد في معدلات الأرباح للشركة.

¹ : Simpson Gary; Kohers Theodor (2002), *The Link between Corporate Social and Financial Performance: Evidence from the Banking Industry*, Journal of Business Ethics, Vol. 35 No. 2, Jan 2002 ; pp:97- 109.

² : Sabate Juan, Puente Esther (2003); *Empirical Analysis of the Relationship between Corporate Reputation and Financial Performance: A Survey of the Literature*, Corporate Reputation Review, Vol. 6, No. 2, July 2003; pp: 161-177.

³ : Allan Chang Leng, Shazali Abu Mansor (2005) ; *Can Good Corporate Governance Practices Contribute to Firms, Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies*, International Journal of Business Governance and Ethics, Vol. 1 No. 4 , 2005 ; pp: 350-362 .

ب- دور القيم والأخلاق في تحسين أداء الشركات:¹

نظرا لأهمية السلوك الأخلاقي و القيم الأخلاقية داخل الشركات ودوره الهام في تفعيل النظام الرقابي داخل الشركات الاستثمارية، فقد أوصت العديد من الهيئات العلمية والمهنية المتخصصة بضرورة أن يتواجد بالشركة دليل للسلوك الأخلاقي (ethics of code) يركز على القيم الأخلاقية والنزاهة، ويجب أن يركز هذا الدليل على ضرورة التزام العاملين بالقيم الأخلاقية التي تضمن حسن سمعة الشركة ومصداقيتها مع ضرورة التزامهم بالقيم واللوائح والتركيز على حضر تعامل العاملين في أسهم الشركة في حالة توفر معلومات داخلية لديهم بشكل قد يؤثر على قيمة الأسهم بالسوق، والتأكيد على أن يعمل العاملين على حماية معلومات الشركة وضمان سريتها مع ضرورة منع العاملين من تلقي أي هدايا أو مبالغ نقدية من بإعطاء أي رشاوى للغير.

ونظرا لأهمية وجود دليل السلوك الأخلاقي داخل الشركات وجهت العديد من تلك الهيئات العلمية والمهنية النظر في مجالس إدارة الشركات على أهميته ودوره في تحسين سمعة الشركة والقضاء على التلاعب في أسواق المال التي نشأت نتيجة تسريب المعلومات من قبل العاملين. وهناك مجموعة من الإرشادات التي يجب أخذها بعين الاعتبار من طرف مجلس الإدارة عند وضع سياسة السلوك الأخلاقي بالشركة، حيث يتمثل الهدف من سياسة السلوك الأخلاقي في:

-الالتزام بتحقيق مستوى عال من السلوك الأخلاقي.

-تشجيع الالتزام بالسلوك الأخلاقي ومعاينة عدم الالتزام به .

-تنمية ثقافة أخلاقية داخل الشركة.

ج- دور القيم الأخلاقية في الأسواق المالية:

يكمن أحد أهداف أسواق الأوراق المالية في أي دولة في أنه يتيح فرصة لعموم الناس سواء الأثرياء أو محدودي الدخل بأن يتاجروا بأموالهم ورفع مستواهم المعيشي، وبصورة أخرى تمثل البورصة وعاء لتدوير وتبادل الثروات بين أفراد المجتمع بطريقة سريعة وسلسة.

¹: محمد مصطفى سليمان، حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط 2008م، ص150-152.

وإذا توفرت كافة الوسائل لتحقيق هذا الهدف فإن الغاية الكبرى هي خلق مجتمع متجانس يقع غالبية أفراده في الطبقة الوسطى، دون أن يكون هناك فجوات طبقية كبيرة أو تمايز طبقة اجتماعية على أخرى.

لكن إذا أصبح سوق الأسهم، كما هو الحال لدينا بكل أسف، وعاء يمتص فيه الكبار (الهوامير) أموال الصغار، ويزيد الأثرياء ثراء والفقراء فقرا، فإن العواقب لاشك أنها ستكون وخيمة. بمعنى أن مدخرات الأفراد وسيولتهم ستنتهي في أيدي الكبار وبالتالي سوف تتركز الثروات في أيدي فئة محدودة، وتزداد ثروات الطبقة الغنية وتتسع طبقة الفقراء وتضيق طبقة الميسورين، وهذا سوف يحدث تشوها وخلالا اجتماعيا خطيرا.

المبحث الثاني : واقع المالية الأخلاقية في الأسواق المالية

لقد زاد الاهتمام بالمالية الأخلاقية خاصة بعد النتيجة التي تم التوصل إليها من خلال تشخيص الأزمة المالية العالمية سنة 2008م، على أنها أزمة ثقة في بعدها الأخلاقي بالدرجة الأولى، الأمر الذي أدى إلى ظهور العديد من الاتجاهات الفكرية في الغرب التي تنادي بأهمية بتعزيز الاقتصاد الأخلاقي أو اقتصاد القيم أو ما يسمى بالاقتصاد الإنساني؛ وقد اتضح ذلك جليا من خلال خطط الإنقاذ التي تحاول الدول المتقدمة انتهاجها والتي دفعت بالمجموعة الدولية إلى العمل على تحضير مشروع القانون العالمي الذي يعني بإرساء القيم الأخلاقية في الشركات والأسواق المالية لتحقيق التوازن بين المادية والروحانية وتفاعل رأس المال مع المعاملات المالية من جهة وتحقيق الربح بطريقة مشروعة من جهة أخرى.

سنقوم من خلال هذا المبحث بتوضيح أهم أخلاقيات التعامل المالي الواجب التقيد بها والتي تنص عليها قواعد المالية الأخلاقية في الأسواق المالية، وما قد ينجم من آثار ومخاطر عن تهميش المعيار الأخلاقي داخل الأسواق وكيف يمكن توجز هذه المخاطر، كل هذا من خلال ثلاث مطالب نفضلها كما يلي:

المطلب الأول: أخلاقيات التعامل المالي في الأسواق المالية

الأخلاق أو القيم الأخلاقية والأبعاد الروحية ليست إطارا أو ديكورا للاقتصاد ولا حالة استثناء، بل هي الأصل في العملية الاقتصادية، فليست هناك أخلاق اقتصادية ولكن هناك اقتصاد أخلاقي، وتنزيل الأخلاق في الفضاء الاقتصادي يجعل منه فضاء إنسانيا محصنا ضد الرذيلة والمنكر والفساد والانحراف. وتبني الفرد والمجموعة والمؤسسة لهذا الميثاق الأخلاقي، يعتبر عنصر نجاح للعملية الاقتصادية في كل مستوياتها¹ لهذا ينص الاقتصاد الأخلاقي على الوجه العام والمالية الأخلاقية على الوجه الخاص بضرورة الالتزام بالقيم الأخلاقية في المعاملات المالية الدارجة في الأسواق المالية، وتجدر الإشارة إلى أن أخلاقيات التعامل المالي هي المبادئ والسلوكيات الأخلاقية التي تنص على الثقة، المشروعية، الموضوعية والكفاية المهنية وإتقان العمل والسلوك الإيماني والمهني والمعايير الفنية التي لابد على المتعاملين والمستثمرين والمساهمين التحلي بها على صعيد المعاملات المالية التي تخص الأسواق المالية وكافة جوانب الاستثمار المسئول اجتماعيا والتوفيق بين أخلاقيات والربحية، ويمكن إيجاز هذه القيم في ما يلي :

-الأخلاق الشخصية: كل شخص يجلب مجموعة من المعتقدات الشخصية والقيم إلى العمل، فالقيم الشخصية والاستنتاجات الأخلاقية تحول هذه القيم إلى سلوك في المناطق المهمة في صنع القرار في المنظمة والاستثمار في الأسواق المالية. فالخلفية العائلية والقيم الروحية للمدراء والمستثمرين والمتعاملين توفر المبادئ التي من خلالها يقوم بتنفيذ العمل .

2-الإخلاص : تبرز قيمة الإخلاص في القول والعمل والإخلاص بمقصوده اللغوي تنقية الشيء وتهذيبه²، والبنية الخالصة بين جميع الأطراف في العمليات الاستثمارية وإبرام العقود.

3- العدالة : تحقيق العدل على مستوى المعاملات المالية في وسط الأسواق المالية وبين مختلف أطراف الاستثمار والمساواة والدقة في الاقتصاد والمعاملات وتجنب الكذب والخيانة والغش.

4- الشفافية والمصداقية : يقصد بالشفافية (Transparency) الوضوح في التعاملات والتصرفات ، سواء كانت مالية أم غيرها أمام الرأي العام أو أهل الحل والعقد أو أمام المستثمرين الذين يستثمرون أموالهم مع المؤسس

¹ خالد الطراولي ، الأزمة المالية ومعالم البديل الإسلامي (المصفاة الأخلاقية). من على الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/3BAAB5E4-3746-441E-9050-99FF17A74D89.htm>

تاريخ الإطلاع: (2016-04-12).

² خالد بن جمعة بن عثمان الخراز؛ موسوعة الأخلاق : مكتبة أهل الأثر للنشر والتوزيع ، الكويت، ط1، 2009م، ص312.

المالية، ويمكن تحديد الشفافية بالنسبة للمؤسسة المالية المصرفية بمدى جعل المعلومات عن أعمالها وقراراتها¹، والشفافية مفهوم يقوم على فلسفة إدارية يمكن إيجازها فيما يلي:²

أ- المساءلة: حيث أن الشفافية هي روح المساءلة التي يجب أن تخضع لها الإدارة السليمة من حيث الأداء والكفاءة

ب- الأخلاقيات: الإدارة المسؤولة اجتماعيا وأخلاقيا ليس لها ما تخشاه، خلافاً للإدارة الفاسدة وأن الشفافية هي ميزة للأولى اجتماعيا وأخلاقيا وتهديدا صارخاً للثانية.

5- أداء العمل بمهنية واحتراف: ويقصد بها إحسان الموظف في أداء عمله ، وإتقانه مع الحوافز والأجور، وهذا أمر أساسي ، حيث يكون -أحيانا - الأجر والحوافز المادية المترتبة في الشركات غير عادل مقارنة مع الجهد المستفرغ فيه أو الإتقان المرتبط به. ولذلك كان الربط بأجر الآخرة، وهو أحد الحوافز التي تشبع وتزيد درجة الرضا عند الموظف وتعيّنه على أداء العمل بالمهنية المنشودة.

ومن الكفاية في العمل ، أن يكون الشخص ملما بالجوانب الأخلاقية فيه حتى لا يقع في الحرج وبالأخص إذا كانت المعاملات مرتبطة بالأموال المالية أو التجارية ، كما أن معرفة الجوانب الأخلاقية والالتزام بها هي من باب إتقان العمل ، لأن العمل لا يكون كاملا إلا إذا استوفت جميع جوانبه الأساسية بما فيها القيم الأخلاقية للتعامل المالي.

6- الإبداع في العمل: والإبداع في العمل والحرص على الحصول على أفضل النتائج للاستثمار تعتبر من الأمور الأساسية في العمل الاستثماري ، لذلك جعل لولي الأمر أو المسئول المجتهد الحرص على الإبداع أجرا في حالة الخطأ أو الصواب.

7- الأمانة و النزاهة :

الأمانة لغة : من مصدر آمنه يؤمنه أمانة أي وثق به واطمأن إليه ولم يخفه.³

¹ : Léon Bertrand Ngouo (1997), *Responsibility and transparency in governmental organizations in Cameroon: a review of institutional arrangements*, *International Review of Administrative Sciences*, Vol. 63, No. 4, December, pp: 475- 492.

² :نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة ومسؤوليات الأعمال في شركات الأعمال، الوراق للنشر والتوزيع ، عمان -الأردن، ط1، 2006 ، ص24.

³ : الفيروز أبادي : قاموس المحيط ، دار إحياء التراث العربي، بيروت - لبنان، ج2، 1997، م ، ص1547.

أما معناها اصطلاحاً: نهوض بالرعاية لكل ما في عهدة الإنسان من شيء حسي أو معنوي.¹

وبصفة الأمانة والنزاهة من قيم الأخلاقية أساسية يتميز بها العضو والمستثمر، ويستمد الجمهور ثقته من اتصاف العضو بها والمتعاملين بصفة عامة، وترتبط الأمانة والنزاهة بالتجرد من الانحياز للمصلحة الشخصية وان يكون العضو محل ثقة العميل حفظ أسرار.²

8- الالتزام بأخلاقيات الأعمال: أخلاقيات العمل هي الإطار الشامل الذي يحكم تصرفات وأفعال اتجاه شيء ما ، وهي تتعلق بسلوكيات الأفراد في نشاطاتهم العملية المختلفة .

وقد أصبح مفهوم أخلاقيات الأعمال من الأمور المهمة و الواجب توفرها أثناء أداء الوظيفة في المنظمة أو التعامل في الأسواق والشركات ، إذ يتم التأكيد عليها من إدارتها لأنها تعد بمثابة الرقابة الذاتية للفرد لأنه يستطيع التمييز بين الصواب والخطأ في سلوكه أثناء العمل والتعامل و لهذا يتم استقطاب الأفراد و المتعاملين ذوي الأخلاقيات العالية للعمل على أساس أن هؤلاء هم الذين يجلبون الأخلاقيات لها أو أن المنظمة تستمد أخلاقياتها من الأفراد العاملين فيها³

المطلب الثاني : طبيعة وأصناف المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية

رغم من أن تداول الأسهم في الاقتصاد المحلي كان ممارساً منذ عشرات السنين، إلا أن السوق في صورته الحالية عبر التداول الإلكتروني يعد سوقاً ناشئاً وحديثاً لم يعاهده غالبية الناس من قبل. وقد لعبت تكنولوجيا نقل المعلومات ووسائل شبكة الانترنت دوراً هاماً في ديناميكية وسرعة سوق الأسهم من خلال سرعة تنفيذ أوامر البيع والشراء وعرض الأسعار اللحظية ثنائية بثانية الأمر الذي أدى إلى توسيع دائرة السوق وانخراط الآلاف وربما الملايين من المواطنين بمختلف ثقافتهم ومعرفتهم الاستثمارية إلى خوض غمار الأسهم والدخول في لعبة الكبار.

ومع اندفاع الناس إلى السوق دون أي معرفة بأسرار وقواعد اللعبة ودون أي أهداف واستراتيجيات استثمارية، في ظل وجود العديد من كبار المستثمرين ممن لديهم الخبرة والمعرفة بفنون المضاربات ، أدى ذلك إلى خلق سوق أسهم

¹: أحمد الشرباصي : موسوعة أخلاق القرآن : دار الراشد العربي ، بيروت – لبنان ، د.ط.د.س، ص 15.

²: حسين ناصر الشجاع المطيري، المبادلة بين المنفعة المالية و الممارسة الأخلاقية في شركات الساهمة العامة الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة لنيل متطلبات الماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، سنة 2012م ، ص 34.

³ : Daft, Richard. L (2003), **Management**, South- western& Collage Publishing, Canada. p : 326.

غير متوازنة وبالأصح غير عادلة من حيث مكوناتها الأساسية وهيبتها عنصر المتداولين، فهناك فرق شاسع بين صغار المتداولين الذين لا يملكون المعلومة أو الخبرة وبين مجموعة محدودة تملك المعلومة والخبرة الكافية.

وبالتالي أصبح السوق في أيدي الكبار على حساب الصغار. وسوق الأسهم بطبيعته سوق فيه رابحون وهم صناع السوق وخاسرون وهم ضحايا السوق. كما أن صناع السوق أو ما يسمى (بالهوامير) استغلوا صغار المتداولين الذين يفتقرون إلى أبعديات التعامل مع الأسهم، من خلال ممارسات أساليب وسلوكيات غير أخلاقية وغير شرعية وذلك بهدف تعظيم أرباحهم بأقصى حد، وامتصاص مدخرات هؤلاء المواطنين لاسيما وان السوق يغص بسيولة نقدية ضخمة أغلبها هي مدخرات الطبقة الوسطى من المواطنين.

ولو نظرنا وتأملنا فيما يحدث في سوق الأسهم المالي هذه الأيام لوجدنا أن هناك سلوكيات وممارسات خطيرة وبعيدة كل البعد عن أخلاقيات التجارة و المعاملات المالية، بل إن الكثير منها يندرج تحت سلوكيات اقتصادية محرمة في الاقتصاد الإسلامي والتي باتت في الاقتصاد الوضعي تطرح الإشكالية مثل الاحتكار و النجش والمقامرة والمراهنة وغيرها؛ ومن هنا يمكن إظهار معنى المخاطر الأخلاقية.

1- مفهوم المخاطر الأخلاقية « Moral Hazard »:

لقد ظهر مصطلح المخاطر الأخلاقية في الأدبيات الرأسمالية منذ مدة ليست بقصيرة، ويبدو أن استخدامه قد بدأ أولا في مجال التأمين، وتشير استعمالاته الأولى إلى أنه كان ينطوي على معنى سلبي، إذا كان يدل على الخداع والغش، وقد جاء استخدام هذا المصطلح في الأدبيات الاقتصادية الرأسمالية بعيدا عما يدل عليه معناه الأخلاقي انسجاما مع الرأي السائد بالفصل بين القيم والاقتصاد وأصبح المعنى المستخدم يعبر عن حالة من عدم الكفاءة عندما يتم تبادل المخاطر.¹

ويصاغ تعريف المخاطر الأخلاقية في المالية والإدارة والتأمين والأسواق المالية وغيرها بأكثر من طريقة ، فنجد في القاموس المالي أن المخاطر الأخلاقية تعبر عن المخاطر الناجمة عن عدم تصرف أحد أطراف الصفقة بأمانة " Good Faith"، بمعنى أن المخاطر الأخلاقية تقع عندما يتصرف الطرف المحمي من المخاطر بشكل مختلف عنه فيما

¹ : Allard Dembe, Leslie Boden (2003.) ; *Moral Hazard: A Question of Morality?* [NEW SOLUTIONS A Journal of Environmental and Occupational Health Policy](#); Vol. 3; No.10; pp 257-279.

لو كان معرضاً لتلك المخاطر، وتعرف المخاطر الأخلاقية أيضاً على أنها حالة يقرر فيها شخص ما حجم المخاطر التي يريد مواجهتها بينما يتحمل شخص آخر تبعات ذلك القرار إذا ساءت الأمور¹ ويقال أن هناك حالة مخاطر أخلاقية عندما يكون طرف ما مسئولاً عن مصالح طرف آخر ولكن لدى الطرف الأول دوافع تجعله يقدم مصلحته الخاصة أولاً.²

ويمكن تعريف الخطر الأخلاقي بأنه عبارة عن تصرفات الفاعلين الاقتصاديين "Economic Agents" في تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب الآخرين و ذلك عندما لا يتحملون جميع الآثار أو عندما لا يتمتعون بجميع منافع تصرفاتهم بسبب عدم التأكد أو بسبب العقود الناقصة "Incomplete Contracts" أو المقيدة التي تمنع تحميل جميع الأضرار و المنافع للطرف الآخر و العقد الناقص هو الذي يخلق نزاعاً بين منفعة طرف و منفعة آخر، ويرجع هذا النقص لعدة أسباب، من بينها وجود معلومات غير متكافئة بين الطرفين أو حدود قانونية للتعاقد أو تكاليف تنفيذ العقود أو غير ذلك.³

من خلال ما سبق، يمكن تعريف المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية على أنها: "مجموعة من السلوكيات غير الأخلاقية التي ينتج عنها عدم التناسق و التوافق و التماثل في المعلومات والتي تؤدي إلى مخاطر يقع فيها المستثمر المبتدئ".

2- أصناف المخاطر الأخلاقية:

لقد تعددت المخاطر الناجمة عن عدم الالتزام بالمعايير الأخلاقية في التعاملات المالية التي تمارس في الأسواق المالية، وفيما يلي أهمها:

1-2- الاحتكار (The monopoly):

الاحتكار في اللغة: هو حبس السلعة وانتظار وقت الغلاء.⁴

أما في الاصطلاح: فيقصد به حبس التاجر السلعة مترصاً وقت الغلاء واشتداد الحاجة طلباً لمضاعفة الربح.⁵

1 : Paul Krugman (2009) ; *The return of Depression Economics and the Crisis of 2008* ;W.W. Norton Company Limited , p: 62

2 : Kevin Dowd (2009); *Moral Hazard and the Financial Crisis*; *Cato Journal*, Vol.29 N (1), pp: 141-166.

³ رفيع يونس المصري : الاقتصاد والأخلاق ؛ دار القلم ، دمشق ، ط 1 ، 2008 ، ص 101-102.

⁴ ابن منظور، لسان العرب. دار صادر، بيروت ، ط 2000م، ص 45.

⁵ حسن سري: الاقتصاد الإسلامي: مبادئ، وأهداف، وخصائص، مركز الإسكندرية للكتاب ، الإسكندرية ، ط 1998م، ص 172.

الجدول رقم(04-01):يوضح أنواع الاحتكار ومعنى كل نوع.

أنواع الاحتكار	المعنى الإجمالي
الاحتكار الكامل	و هو إما احتكار البيع أو احتكار الشراء.
الاحتكار القلة	و هو سيطرة عدد قليل من الأفراد و المؤسسات على الإنتاج
الاحتكار التبادلي	يكون بين تكتل البائعين وتكتل المشترين

المصدر: من إعداد الطالبتين.

هذا، ويعد الاحتكار آفة وسلوكا اقتصاديا مقبولا، وتعريف الاحتكار اقتصاديا هو السيطرة على العرض أو الطلب على السلعة بقصد تحقيق أقصى قدر ممكن من الربح، ويحرمه الاقتصاد الإسلامي إذا كان ذلك يؤدي إلى الاستغلال والإضرار بالناس وهذا السلوك الاحتكاري ينطبق تماما على ما يقوم به المضاربون الكبار.

حيث يقوموا بتشكيل ما يشبه تكتلات أو مجموعات على أن تسيطر على أسهم شركة معينة لاسيما إذا كانت أسهم هذه الشركة محدودة، ثم امتصاصها أو جزء كبيرا منها من السوق من أجل عرضها بأسعار مرتفعة. وهذا الارتفاع ليس له مبرر اقتصادي ولا بسبب ارتفاع قيمة السهم الحقيقية، وإنما نتيجة لاحتكارها بين الكبار وإهمام الصغار بأهميتها وزيادة الطلب عليها في السوق.¹

2-2- عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetric):

يقصد بعدم تماثل المعلومات في السوق المالية عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر في هذه الصفقة ما يمنعه من اتخاذ القرار السليم، ويترتب على ذلك ظهور نوعين من المشكلات التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية؛ والمشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيئ، بينما تحدث الثانية بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية.

¹ رفيفي يونس المصري: فقه المعاملات المالية : دارالقلم ، دمشق ، ط1، 2005، ص143.

تعتبر حالة عدم تماثل المعلومات عن حالة من عدم التأكد، فهي بذلك تعبر عن وضعية من المعلومات غير الكفؤة لأن الأطراف الداخلية بالمؤسسة (ملاك، إداريين) يفترض أنها أكثر علما من الغير (الأطراف الخارجية) بوضعية المؤسسة .

إن نماذج تقييم الأصول المالية قد تم تطويرها حتى الآن تحت فرض المعلومات الكاملة لمختلف الأطراف لكن الواقع أن هناك فئتين من المستثمرين في السوق المالية ، فئة تمتلك معلومات متميزة حول الربحية الأصول ومخاطرها مثل البنوك و السماسرة و المؤسسات الاستثمارية و فئة لا تمتلك أي معلومات خاصة ، وهنا يمكن التفكير بأن الفئة لا تمتلك أي معلومات خاصة ، وأن الفئة الثانية تترك الأولى تصنع الأسعار ومن ثم تراقب توقعاتها، أما الفئة الأولى تنقل معلوماتها إلى الثانية من خلال الأسعار ولكن عندما تكون المعلومات مكلفة لا يمكن أن تكون السوق ذات كفاءة تامة بحيث يتم فيها نقل جميع المعلومات العامة و الخاصة بواسطة الأسعار¹

3-2 – المقامرة (Gambling) :

إن المقامرة أحد المخاطر الأخلاقية التي تهدد المعاملات المالية في الأسواق المالية ، وهي أحد الممارسات التي حرمها الاقتصاد الإسلامي وذلك لما تخلفه . أما بالنسبة للاقتصاد الرأسمالي فالمقامرة تعد أحد الممارسات الجائزة ، وهذا ما يعاب على الرأسمالية أنها حولت الدنيا إلى صالة قمار واسعة فلم تقتصر فقط على الكازينوهات بل شملت حتى الأسواق المالية؛ و المقامرة (القمار) هي علاقة مخاطرة أو منافسة أو مغالبة بين متعاقدين يغنم فيها أحدهما ما يغرمه الآخر ، و المقامرة تدر على أصحابها ربحا سريعا و تشبع حوافز الناس و ميولهم الذهنية و البدنية إلى المنافسة والتحدي إلى حد الثقة بالنفس و المراهنة ، كما أنها تكسب الدولة إيرادات من وراء الملاهي و الأندية التي يمارس فيها السياح و غيرهم القمار أو من وراء الضرائب المفروضة على النظامين و الفائزين . وهي نشاط غير اقتصادي و لا أخلاقي البتة فهي لاشيء إلى الثروة المجتمع و إنما تحولها من شخص إلى آخر.

¹: رفيق يونس المصري : الاقتصاد والأخلاق : المرجع السابق، ص 107.

وتقوم المقامرة في الأسواق المالية على المراهنة و التوقع و التنبؤ بالأسعار و حتى لا يخيب توقع و تنبؤ المقامر فانه يتبع وسائل متعددة لتحقيق هذا التوقع - أي رفع الأسعار، و بمعنى آخر التلاعب بالأسعار من خلال نشر الإشاعات و الصفقات الوهمية و خلق الطلب أو العرض الزائف، و لعل أهم هذه الوسائل هي تكتلات مجموعة من (الهوامير) للتأثير على سعر السهم بأن يقوم مجموعة بائعة و أخرى مشتريّة عند مستويات سعريّة متصاعدة نسبياً و بكميات كبيرة جداً، و ان كانت الأسعار في المرحلة الأولى ثابتة و متقاربة، و هي ما تعرف بفترة التجميع البطيء و الاستحواذ على أكبر كم من الأسهم، ثم تليها مرحلة التصعيد السعريّة بين المضاربين و هذه مرحلة جذب الانتباه و اصطيد صغار المتداولين، ثم تبدأ مرحلة الصعود السعري معزز بطلبات شراء كبيرة من الصغار، ووفقاً لسياسة القطيع فان الصغار يجلبون المزيد من الصغار في السوق ظناً منهم أن السهم في بداية الصعود بينما هذه هي مرحلة التصريف لدى الهوامير و حتى يتخلص الكبار من هذه الأسهم، يجدون الصغار أن الأسهم في أيديهم بأسعار مرتفعة و لا يجدون من يقدم طلبات شراء، ثم يبدأ هؤلاء الصغار بالتخلص من هذه الأسهم عند أي سعر منخفض.

2-4- التلاعب في الأسواق (Market manipulation) :

تكاد تجمع البحوث و الدراسات المختصة على أن مفهوم التلاعب هو قيام شخص عادي أو اعتباري أو مجموعة أشخاص من المتعاملين في الأسواق المالية بممارسات تحدث فرقا مصطنعاً بين قيمة الورقة المالية و سعرها، بهدف تحقيق الأرباح من خلال التغير ببقية المتعاملين.

فالتلاعب "Manipulator" هو الشخص المغرر لغيره، بمختلف صور التغير، بغية جعله يتصرف في حقائق مفتعلة ينجم عن تصرفاته هذه قيام المتلاعب بالتصرف لتحقيق مصلحته، فهو شخص لا يعتمد في تصرفه على معلومات قائمة، و لا حتى على الحظ، وإنما يقوم هو بصنع معلومات من شأنها التغير بالغير، و خداعه، حتى يقبل على تصرفات مبنية على معلومات خاطئة مغلوبة لا تعبر عن حقيقة الواقع، و عند ذلك يمهل المتلاعب الفرصة فينقض على السوق، بائعاً أو مشترياً، محققاً ما يحلم به من أرباح، و في سياق ذلك يخسر من يخسر من المتداولين الآخرين، الأمر لا يعنيه في شيء، و في الحقيقة إنه يعنيه، و يتفانى في تكثير خسائر الغير لأن في ذلك تكثيراً لربحه.¹

¹ : شوقي احمد دنيا: التلاعب في الأسواق المالية: المجمع الفقهي الإسلامي، الدورة العشرين، مكة المكرمة، محرم 1432هـ-ديسمبر 2010م، ص 07.

2-4-1- من أنواع وصور التلاعب:

تعرف أسواق الأوراق المالية العديد من أنواع التلاعب التي يندرج تحت كل نوع منها الكثير من الصور، وفيما يلي إشارات سريعة إليها:¹

أ-التعامل الصوري "Sale Wash":

ويتمثل في خلق تعامل نشط على ورقة مالية، هي بالفعل لا تعامل عليها، وعادة ما يتم ذلك من خلال التعامل مع أحد الأقارب أو الأصدقاء، حيث يتم البيع أو الشراء ثم يتم عكسه في نفس اليوم وبسعر مختلف، والهدف من وراء ذلك تغيير المتعاملين والإيحاء لهم بأن على الورقة تعاملًا نشطًا، الأمر الذي يجعلهم يندفعون ، بآعين أو مشتريين. وعند ذلك ينقض المغرر المخادع بائعًا أو مشتريًا ونذكر هنا مجرد تذكير ببيع النجش المحظور في الإسلام.

ب-التلاعب المؤثر في قيمة الورقة المالية: هنا نجد التغيير غالبًا ما يمارس من قبل بعض المسؤولين في الشركة صاحبة الورقة، مثل إشاعة اندماج واستحواذ من شأنها رفع قيمة الورقة، من خلال الإقبال المتزايد على شرائها، فينقض هذا المغرر بائعًا بسعر أعلى غير حقيقي، ثم يشيع ثانياً أن الاندماج قد تعثر فيقل الإقبال على الشراء فيهبط سعر الورقة إلى ما كان وربما أقل .

ت-الشراء بغرض الاحتكار "Market the Corner": هنا نجد المغرر المتلاعب من القدرة بحيث يقوم بشراء كل أو معظم الكميات المعروضة من الورقة، ثم يتحكم فيما بعد في سعر بيعها، وهنا يمكنه الاستفادة الكبر من الأوراق المباعة على المكشوف. أي إنه استخدم آلية أو صيغة البيع على المكشوف لصالحه موقعا غيره في إضرار وخسائر محققة، ونذكر هنا كذلك هنا بحظر بيع مالا تمتلك أو ما ليس عندك، فإن كان الشراء بهذا القصد فقد جمع بين مسبة الاحتكار وقصد إضرار الغير. وإن لم يكن كذلك فقد مارس عملية الاحتكار، وهي في حد ذاتها مذمومة شرعا .

ث-اتفاقيات التلاعب: الأعجب في موضوع التلاعب والتغيير والخداع قيام تنظيمات واتفاقيات بين العديد من الأشخاص بهدف ممارسة عمليات التغيير والخداع في سوق الأوراق المالية، وذلك إمعانا في حيك اللعبة واكتسابا للمزيد من القوة والقدرة على التلاعب، وإيقاع المزيد من الأضرار بالغير. وهذا ما يذكرنا بعمليات التواطؤ بين بعض الفئات التي جرمها الفقه الإسلامي .

¹: شادي أحمد الزهرة ؛ الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في البلدان النامية : رسالة أعدت لنيل الماجستير في الاقتصاد ، كلية الاقتصاد - جامعة دمشق ، سوريا، سنة 2008م، ص41-43.

ج-التلاعب من خلال الإعلانات المضللة : وبث المعلومات الخاطئة المغايرة للواقع، وفي ضوءها يندفع المتعاملون، بائعين أو مشتريين لهذه الورقة، مما يؤثر في سعرها هبوطاً أو صعوداً، فينقض المتلاعب، مشترياً أو بائعاً، وهذا يذكرنا بالكذب وكتمان المعلومات المرفوض شرعاً.

ح-خيانة الأمانة واستغلال ثقة العملاء: وعادة ما يتم ذلك من خلال الوكلاء والسماسرة، حيث تدفعهم مصلحتهم في جني العمولات على حجم عدد الصفقات إلى التغيرير بالغير، وإيهامهم بأن مصلحتهم في التعامل على الورقة، يبيعا أو شراء بالسعر السائد دون أن يكون لذلك مصداقية من الواقع. وفي حالات كثيرة تصل الممارسة إلى حد ابتزاز العميل.

2-4-2- الآثار الاقتصادية المترتبة على التلاعب في الأسواق المالية:

قد تترتب على إشكالية التلاعب في التعاملات المالية في البورصات عدة مشاكل، أهمها ما يلي:¹

- 1 - يعرقل الإشارات الصحيحة للسوق عن قيم الأوراق المالية المتداولة فيه ، ومن ثم يسيء تخصيص الموارد وتوظيف الأموال، ومعنى ذلك القضاء على مقصد من أهم مقاصد قيام الأسواق المالية .
- 2 - يوقع الضرر بجمهور المتعاملين، ويفقدهم الثقة في السوق المالي ، الأمر الذي يؤثر سلبي عليها .
- 3 - يسيء توزيع الدخل و الثروات في المجتمع، فيزيد الغني غنى ويفقر الكثير، وكم من أموال ضاعت على أصحابها في لحظة قصيرة من الزمن، وأقعدتهم محتاجين، وبسبب ذلك انهارت بيوت وتشتت أسر، وبسبب ذلك دخلت مئات الألوف من الأسر في حلقة الضمان الاجتماعي في بعض البلدان .
- 4 - يزيد من حدة التقلبات الاقتصادية وما ينجم عنها من بطالة وتشرذم وكساد، لا تقف عند نطاق الدولة التي حدث فيها ذلك، بل يتسع أثرها كنظم كل بلاد العالم.
- 5 - أثبتت الدراسات أنه كان من العوامل الرئيسية في إحداث أزمة الكساد الشهيرة عام 1929م وأزمة المالية الأخيرة 2008م.

¹ محمد ابن إبراهيم السيجيباني: التلاعب في الأسواق المالية صورته وأثاره ؛ مجمع الفقه الإسلامي ، الدورة العشرون ، مكة المكرمة ، الموافق لـ : شوال

المطلب الثالث : أساليب معالجة المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية

إن تهميش المعيار الأخلاقي في الأسواق المالية وما ينجم عنه من ممارسات و مخاطر أخلاقية كانت السبب الرئيسي في ظهور الأزمات المالية و تدني كفاءة الأسواق المالية، لذا أصبح من الضروري انتهاج بعض السياسات والقوانين المنظمة للتعاملات المالية و تكثيف الرقابة و سن ضوابط أخلاقية للحد من الممارسات غير النزيهة في الأسواق المالية، وفيما يلي أهم طرق مواجهة تلك المخاطر:

1- الرقابة في الأسواق المالية :

عادة ما تتدخل الدول التي يقوم نظامها الاقتصادي على عدم تدخل الدولة في الأسواق- في تنظيم السوق المالية و الحد من الممارسات غير أخلاقية و المخاطر الناجمة عنها ، بهدف أداء الأسواق لوظيفتها لتحقيق النمو الاقتصادي بدرجة عالية من الكفاءة ، وذلك عن طريق إشراف أكثر من جهة ، فمثلا في أمريكا تخضع السوق المالية لإشراف و رقابة لجنة خمسة أعضاء يصدرها قرار من رئيس الجمهورية ، ويعتمد الكونجرس يطلق عليها لجنة الأوراق المالية و البورصة " Securities and Exchange Commission (SEC) " ¹.

وتأتي ضرورة تدخل الدولة في الأسواق المالية عن طريق الرقابة و الإشراف الدائم، لكي تقوم تلك الأسواق بأداء وظيفتها و الحد من الممارسات غير القانونية و غير الأخلاقية و تحقيق الكفاءة العالية و هي لا تقوم بذلك إلا إذا كانت قادرة على جذب المزيد من الاستثمارات بصفة مستمرة و لكي تقوم الأسواق المالية بذلك فإنه يشترط أن تتصف بأمرين، الأول: الكفاءة؛ أما الثاني: العدالة²، وذلك كله من خلال تطبيق و الالتزام بالقيم الأخلاقية؛ وهذا يعني أن الهدف من رقابة الدولة للسوق المالي هو تحقيق هذين الأمرين المهمين، وذلك من خلال إصدار الأنظمة و التعليمات التي تسعى بصفة أساسية إلى تحقيق ما يلي³:

* ضمان جدية الشركات ، التأكد من الجدوى الاقتصادية لنشاطها و تكريس مبادئ حوكمة الشركات ، حيث قال (مارتن ستايندل) مدير البرامج في لجنة الخدمات الاستثمارية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا بمؤسسة

¹: مبارك بن سليمان بن آل سليمان: أحكام التعامل في الأسواق المالية : دار الكنوز لنشر و التوزيع ، المملكة العربية السعودية ، ط 1، 2005م، ص 85-86.

²: توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية : مكتبة عين شمس ، القاهرة ، د.ط. دس ، ص 115-119.

³: عبد المنعم أحمد التهامي : أساسيات الاستثمار : مكتبة عين شمس، القاهرة ، ط 1992م ، ص 81-89.

التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي: " أن حوكمة الجيدة ستحمي بعض الشركات من أن تكون جزءا من الأزمة الراهنة "1 – أزمة 2008 آنذاك – وتحسين حوكمة على المعايير الأخلاقية بقدر ما يتوقف على القوانين و التنظيمات.

* الشفافية بأن تكون جميع المعلومات التي لها علاقة و أثر على القرارات الاستثمار متوفرة في الوقت المناسب لجميع الأطراف ذات العلاقة ، من خلال توافق المعلومات و الحد من الإعلانات الكاذبة و التجسس.

* الإفصاح ، فكل من أراد أن يحصل على المدخرات المواطنين عن طريق الأسواق المالية يلزمه أن يفصح عن الأشياء، محددة من خلال نشرة الإصدار و أن يوافي السوق بتقارير الدورية محددة من قبل الجهات الإشرافية لفرض الإفصاح.

* منع الاستخدام السيئ للأسواق مثل استغلال بعض المتعاملين لمعلومات خاصة لديهم لإثراء عن طريق البيع و الشراء، من السوق و الحد من الخداع و المماطلة.

* تحديد معايير الكفاءة للمتعاملين في الأسواق من سماسة و غيرهم و إحياء القيم الأخلاقية و الشخصية للمتعاملين

* منع استخدام أي عقد لم توافق الجهات الرقابية على صيغته .

* الإشراف و الرقابة على سوق الأسهم و ذلك للإشراف على عملية التداول في السوق من خلال:

* مراقبة السوق للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق سليمة، و أنه غير مشوب بالغش أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربة الوهمية .

فمثلا في أمريكا منع قانون الأوراق المالية و البورصة في أمريكا مدير الشركات و العاملين فيها الذين يتيح لهم الإطلاع على معلومات خاصة عن الشركة استخدام تلك المعلومات في المضاربة (الشراء بغرض البيع) على الأوراق التي تصدرها تلك الشركات ، و ذلك فقد ألزم القانون كل عضو في مجلس الإدارة ، أو مدير أو مستثمر تزيد حصته في رأسمال الشركة عن 5%، بتقديم تقرير عن ذلك للجنة الأوراق المالية و البورصة على أن يتاح للجمهور الوقوف على تلك المعلومات من خلال النشر في الصحف و غيرها .

¹ : برينش عبد القادر ، حمو محمد ، البعد السلوكي و الأخلاقي الحوكمة الشركات و دورها في تقليل من أثار الأزمة العالمية المالية ؛ الملتقى الدولي العلمي حول "الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية"، جامعة فرحات عباس سطيف ، أيام 21/20 أكتوبر 2009، ص 13.

كما نص قانون الأوراق المالية و البورصة على منع البيع الصوري و اتفاقيات التلاعب و التأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة و تداول معلومات مزيفة و ترويج الإشاعات بشأن الأوراق المالية.¹

2- حوكمة الشركات " Corporate Governance ":

قد كان من الصعب التوصل إلى تعريف موحد لمصطلح الحوكمة غير أن زيادة ترابط الأسواق المالية واستحداث أدوات مالية جديدة بصفة مستمرة جعلت مجال الحوكمة يتسع مع مرور الوقت وقد ارتأينا إلى أن نعرض بعض التعاريف منها :

1- تعريف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) على أنها: "النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها"²، أي وجود نظم تحكم العلاقات بين الأهداف الأساسية التي تؤثر على الأداء، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد.

2- الحوكمة هي مجموعة القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق أهداف الشركات.

1-2- أسباب الحاجة إلى حوكمة الشركات:

لعل من بين أهم العوامل التي جعلت الحاجة إلى حوكمة الشركات ملحة وضرورية نجد ما يلي:³

- ✓ اهتزاز الثقة في الأسواق حيث عانت معظم الأسواق من عمليات، وفقدت معها آلاف المستثمرين وملايين العاملين وتضاعفت الخسائر مع الانهيارات المالية.
- ✓ الشعور بالاكنتاب والإحباط الاستثماري، وعدم القدرة على مواصلة عمليات الاستثمار بسبب فائض مالية فائقة لا يتصورها العقل.
- ✓ الانسحاب من سوق الاستثمار، سواء المحلي أو العالمي الذي حدثت فيه الفضيحة وعدم الرغبة ولا القدرة العودة إليه مهما كانت المكاسب مغرية.

¹ منير إبراهيم الهندي : أساسيات الاستثمار : المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ط1999، ص198

² : يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات والتشريعات اللازمة لسلامة التطبيق: مبادئ وممارسات حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، ط2009، ص.4.

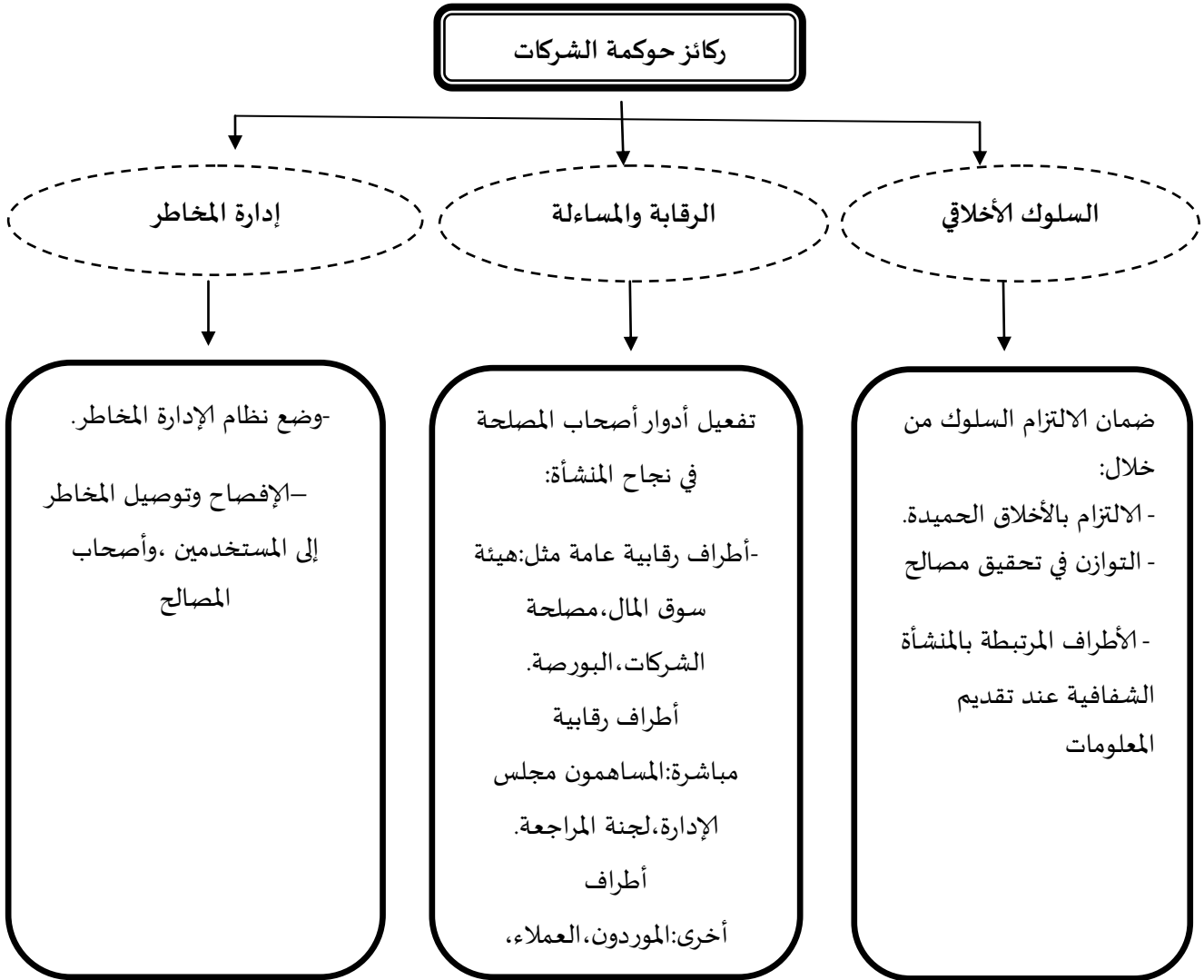
³ : محسن أحمد الخضري، حوكمة الشركات، مجموعة النيل العربية، مصر، ط1، 2005، ص13-14.

✓ تقييد المعاملات الأجلة وانكماش السوق الائتماني إلى الدرجة التي أصبحت معها البنوك تواجه موقفا غير عادي.

2-2- ركائز الحوكمة الشركات:

تعتبر حوكمة الشركات إحدى المتطلبات الجديدة للنهوض بالاقتصاد، من خلال الانعكاس الإيجابي لتطبيق مبادئها القائمة على الإفصاح والشفافية، من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال، ووجود علاقة طردية بين مستوى الحوكمة وبين مستوى كفاءة السوق المالية وذلك لأن ثقة المستثمرين لا تتوفر إلا إذا تأكدوا أنهم سيحصلون على معاملة عادلة ومتكافئة، فقد وجب على نظام الحوكمة الجيد أن يوفر وسائل يتسنى للمساهمين استخدامها لحماية حقوقهم في الشركة، ويتأكدوا من خلالها أن أموالهم ستوظف بالشكل الذي يراعي مصالحهم. كما يمكن ذكر عنصر الثقة الذي يعتبر كأحد السمات المميزة لنظام الحوكمة الجيد؛ ذلك لأن خلق الثقة على مستوى الأسواق من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الرغبة في التداول وتحريك السيولة لدى المدخرين، كما قد اتضح أنه من أسباب ظاهرة انهيار الشركات والمؤسسات هو شيوع الفساد الأخلاقي للقائمين بإدارة هذه الشركات والمؤسسات سواء في الجوانب المالية أو المحاسبية أو الإدارية وفقدان الممارسة السليمة للرقابة وعدم الاهتمام بسلوكيات وأخلاقيات الأعمال وآداب المهنة فإذا كانت الحوكمة الجيدة تهدف إلى مقاومة أشكال الفساد المالي والإداري، فإن الأخلاق الحميدة هي الإطار الأكثر مناسبة لتدعيم هذا الهدف، كما أن حوكمة الشركات لا يمكن تطبيقه بمعزل عن الجانب الأخلاقي للأشخاص أنفسهم والذين يقصد بهم أعضاء مجلس الإدارة، لأن الاقتناع بمبادئ حوكمة أمر ضروري لذلك، و الشكل رقم (02-01) أدناه، يوضح أهم الركائز الواجب توفرها لإنجاح عملية حوكمة الشركات.

الشكل رقم (01-02): يوضح ركائز حوكمة الشركات.



المصدر: طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات - شركات قطاع عام وخاص ومصارف، المفاهيم، المبادئ،

التجارب، والمتطلبات، الدار الجامعية، مصر، ط2008م، ص4.

خاتمة الفصل

نستخلص مما سبق أن المالية الأخلاقية جاءت نتيجة إدراك البعد الأخلاقي وأهميته في المجال الاقتصادي وللتوفيق بين الربحية المالية والأداء الاجتماعي وذلك من خلال الالتزام وإحياء وتعزيز القيم الأخلاقية والعمل بها في أوساط التعاملات المالية خاصة منها الأسواق المالية.

وهذه القيم هي السجايا والمبادئ الراسخة والتي تصدر عن سلوك الإنسان وهي تشكل جوهر إطار للمعاملات المالية والتي يجب التقيد بها كالأمانة والنزاهة ، الإخلاص في أداء التعاملات ، الإفصاح و الشفافية ، المصداقية، الالتزام بأخلاقيات الأعمال وغيرها...، إلا أنه هناك مخاطر أخلاقية تمارس في الأسواق المالية التقليدية كالمقامرة والتلاعب والمماطلة ، الغش و المضاربات الوهمية التي كانت أحد أسباب تفضي الأزمة المالية ؛ وللحد منها لجأت العديد من الدول لسن قوانين الرقابة على المعاملات وكذلك حوكمة الشركات التي تحد في الأسواق المالية التقليدية وغيرها ، من خلال هيئات ولجان تشرف على الرقابة من أجل تحقيق العدالة والكفاءة في الأسواق وتحقيق الربح والمردودية الأعلى.

تمهيد

لقد كان لأزمة الرهن العقاري التي شهدها العالم سنة 2008م آنذاك، دورا كبيرا في جعل المالية الإسلامية محط أنظار الكثير من الإقتصاديين و شد الإنتباه للعديد من رجال المال والأعمال. الباحثين عن فرص الإستثمار التي باتت شبه منعدمة في المؤسسات والأسواق المالية التقليدية هذا من الناحية العملية و المهنية، أما من الناحية التأطير الأكاديمي و الإهتمام العلمي، فقد ولجت إلى النظم التعليمية وتغلغلت فيها لدرجة أنه يوجد ما يقارب (60) مؤسسة تعليمية من جامعات ومعاهد على مستوى العالم تقدم شهادات أكاديمية في المالية الإسلامية، على غرار بريطانيا وفرنسا والولايات المتحدة وغيرها كثير.

ولقد شهدت الصناعة المالية و المصرفية الإسلامية التي تقوم على الضوابط و القواعد المالية المستمدة من الشريعة الإسلامية، مجموعة من التطورات المتلاحقة و المتسارعة سواء في حجم سوقها الذي يقارب تريليون دولار أمريكي ، أو من حيث انتشار و تطور معاملتها المالية القائمة على الأصول الإسلامية، و التي بلغت ما يعادل 1.3 تريليون دولار أمريكي عام 2011م بالمقارنة مع عام 2010م التي كانت نسبتها 1.1 تريليون دولار ، أي وصل التطور بنسبة نمو تقدر ب 14 %، مع زيادة نمو أصولها المالية الإسلامية في السنوات الماضية الأخيرة إلى ما يقارب 4000 بليون دولار أمريكي بالنسبة للصكوك و ما يقارب 800 صندوق بالنسبة لصناديق الإستثمار حسب ما أشارت إليه بعض التقارير.

وتجدر الإشارة إلى أن تطور و انتشار المالية الإسلامية لم يكن حكرا على الدول المسلمة فقط و إنما تعدى الحدود ليصل إلى دول غير مسلمة كبريطانيا التي وصلت قيمة أصولها الإسلامية إلى ما يقارب 2% ، و على الرغم من التحديات الكبيرة التي تقف أمام الصناعة المالية الإسلامية التي أصبحت صناعة مالية مدفوعة بالإنكماش الكبير الذي لا يزال يخنق الإقتصاد الليبرالي، إلا أنها تسعى جاهدة إلى الرفع من قدرة مؤسساتها على الصمود في الأسواق وتطوير أسواقها المالية الإسلامية مع الإحتفاظ بالقواعد الأخلاقية و الضوابط الشرعية التي ترفع شعارها.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل إظهار الجوانب المتعلقة بالمالية الإسلامية من خلال مبحثين، حيث سنتناول في المبحث الأول الإطار النظري و المقاصدي للمالية الإسلامية، أما الثاني فسنخصه للأسواق المالية الإسلامية و أهم شروطها و ضوابط قيامها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المالية الإسلامية.

لقد خطت المالية الإسلامية خطوة كبيرة في مجال العمل المصرفي والمالي، وهذا يتجلى ظاهرا من خلال الإنتشار الواسع للبنوك و الأسواق المالية الإسلامية التي جاءت كردة فعل على نظيرتها التقليدية، وذلك بهدف البحث عن الهوية الإسلامية من جهة و محاربة الآثار السلبية للربا و المضاربة غير المشروعة بالإضافة إلى الممارسات غير الأخلاقية و القانونية وما نجم عنها من مخاطر إجتماعية و إقتصادية و تباطؤ النمو الإقتصادي و النهوض بالواقع الإقتصادي الإسلامي من جهة أخرى. وبناء على ذلك سنحاول توضيح الملامح الأساسية للمالية الإسلامية ضمن هذا المبحث في ثلاثة مطالب، حيث نتطرق في المطلب الأول لمفهوم و أدوات المالية الإسلامية أما الثاني نوضح فيه التطور التاريخي لها، و أما المطلب الثالث فنجمل فيه أهم الضوابط الشرعية الحاكمة للمالية الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم المالية الإسلامية و أدواتها.

يقصد بالمالية الإسلامية: المالية التي تهدف إلى إيجاد منتجات و أدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها إسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية و منافسة الأدوات التقليدية، وتعني المصادقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع إذ ليس الهدف الأساسي من المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان.¹

و تعرف المالية الإسلامية على أنها: "مجموع المعاملات المالية و المصرفية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية"²، وعلى هذا الأساس تم إنشاء البنوك و الأسواق المالية الإسلامية بقصد تغطية الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية في مجال الخدمات المصرفية و أعمال التمويل والاستثمار من دون استعمال الفائدة (الربا) ، وذلك عن طريق جمع مدخرات المؤسسات والأفراد وفوائض أموال الاستثمار بهدف توظيفها لمقابلة هذه الاحتياجات، ومن هنا يمكننا تعريف المصارف الإسلامية.

¹: عبد الكريم قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، د.م.ن، 20، المجلد 20، سنة 2007م، ص 4-44.

²: بن زعرورة لعوبنة، عدوكة لخضر: "مكانة الأدوات المالية الإسلامية في النظام المصرفي الجزائري": مجلة الاقتصاد الإسلامي، ص 02، من على الموقع: <http://giem.kantakji.com/article/details/ID/581> ، تاريخ الإطلاع عليه: (02/04/2016).

أولاً: ماهية البنوك أو المصارف الإسلامية:

المصرف الإسلامي هو: " ذلك البنك أو المؤسسة التي ينص قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذاً وعتاءً".¹

كما يمكن تعريفه على أنه: "مؤسسة مالية إسلامية تقوم بأداء الخدمات المصرفية والمالية كما تباشر أعمال التمويل والاستثمارات المختلفة في ضوء قواعد وأحكام الشريعة الإسلامية بهدف المساهمة في غرس القيم والمثل والأخلاق الإسلامية في مجال المعاملات والمساعدة في تحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية من تشغيل الأموال بقصد المساهمة في تحقيق الحياة الطيبة والكرامة للأمة الإسلامية".²

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن المصارف الإسلامية عبارة عن مؤسسات مالية مصرفية، واقتصادية، واجتماعية، وتنموية، تقوم على تلقي الأموال من مختلف المتعاملين للقيام بالوظائف والأنشطة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وترمي من خلال ذلك إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي تخدم الفرد والمجتمع والاقتصاد ككل.

ثانياً : أدوات المالية الإسلامية :

عرفت المالية الإسلامية في السنوات الأخيرة تطوراً ملحوظاً تمثل في اتساع نطاق استخدام الأدوات المالية الإسلامية في العمل المالي والمصرفي، حيث ظهرت المعاملات المالية الإسلامية كبديل للمعاملات المالية التقليدية في البلاد العربية بهدف رفع الحرج عن المستثمرين المسلمين من خلال إيجاد أدوات مالية تتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية. فقد استطاع الفقهاء الماليون بالمؤسسات الإسلامية تطوير مجموعة من هذه الأدوات التي تراعي اعتبارات إدارة السيولة والموجودات في الحكومات والشركات والمصارف المالية الإسلامية دون أن تتضمن علاقة الدائنية والمديونية، و في نفس الوقت تلتزم بأحكام وقيم وتوجيهات الإسلام كونه منهج حياة شامل يهتم بقواعد العمل وخاصة القواعد السلوكية في الأسواق والمؤسسات المالية؛ وتتمثل أهم صيغ وأدوات المالية الإسلامية التي تقوم على عناصر وأحكام الشريعة الإسلامية فيما يلي:

¹: عادل عبد الفضيل عيد : الربح والخسارة في المعاملات المصارف الإسلامية : دراسة مقارنة : دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ط1 ، 2007 ، ص397.

²: فادي محمد الرفاعي، المصارف الإسلامية : منشورات الحلبي الحقوقية ، بيروت ، ط1 ، 2004 ، ص 17 .

1 - من حيث المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية:

تتمثل الأدوات المالية التي يتم العمل بها في الأسواق المالية حالياً في نوعين أساسيين هما: الأسهم والسندات بالإضافة إلى المشتقات المالية - التي سيتم تفصيلها لاحقاً - حيث يمثل توفر وتنوع وفعالية البدائل ومستحدثاتها في مجال الأدوات المالية الإسلامية أكبر التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي، وفيما يلي بيان لذلك:

1 - 1- الأسهم:

أولاً: تعريف السهم : يطلق علماء الإقتصاد مصطلح السهم على أمرين هما:¹

* الحصة أو النصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال، وهذه الحصة تمثل جزء من رأسمال الشركة؛ ويتم إصدار السهم على صورة صك يعطى للمساهم ، ويكون وسيلة إثبات حقوقه في الشركة.

* الصك أو الوثيقة المثبتة التي تعطي للمساهم إثبات لحقه لأن السهم يعطي للمساهم حقه اتجاه الشركة كما يترتب عليه إلزامات نحوها.

وعرفه الزحيلي على أنه: " صك متساوي القيمة ، غير قابلة التجزئة ، وقابلة للتداول بالطرق التجارية ، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها ، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة "².

ومما سبق يمكن تعريف السهم على أنه " صك أو الوثيقة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه فهو يشير أيضاً إلى الجزء أو النصيب الذي يمتلكه المساهم في رأس مال الشركة، قابل للتداول في السوق الثانوية وله ثلاثة قيم وهي:

- 1- القيمة الإسمية تتمثل في القيمة المدونة على قيمة السهم.
- 2- القيمة الدفترية وهي التي تعادل حقوق القيمة لدى المنشأة.
- 3- القيمة السوقية وهي التي يباع فيها أسهم في سوق رأسمال وقد تكون أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو الدفترية .

ثانياً: أنواع الأسهم و حكمها: هناك أنواع عديدة من الأسهم وهذا التنوع راجع إلى إعتبارات عدة، لذا سنقوم بالتطرق إلى بعض أنواع الأسهم المتداولة في السوق المالي الإسلامي، و حكمها من منظور شرعي وفق ما يلي:

¹: محمد صبري هارون ؛ أحكام السوق المالية : الأسهم و السندات ضوابط الإنتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي ؛ دار النفائس، عمان، ط1999 م ، ص 30 .

²: وهبة الزحيلي ؛ المعاملات المالية المعاصرة ؛ دار الفكر، دمشق - سوريا ، ط1، 2002م، ص362.

(أ)- أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك: تنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار إلى:

أ-أ)- أسهم عينية: وهي الأسهم التي يكتب بها المساهم بدفع قيمتها عيناً (عقاراً أو منقولاً) ولا تدفع نقداً، وهذا النوع من الأسهم جائز الاشتراك بالعروض، وبناء عليه يمكن الحكم بصحة إصدار السهم العيني والتعامل به.¹

أ-ب)- أسهم نقدية: وهي التي يكتب بها المساهم ويدفع قيمتها نقداً، وهذا النوع من الأسهم جائز.²

ب)- أنواع الأسهم من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها: وتنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار إلى:³

ب-أ)- أسهم عادية: وهي التي تتساوى في قيمتها وتعطي المساهمين حقوقاً متساوية، ويعطي صاحبها قدراً من الربح يتفق مع ما دفعه للشركة دون أي زيادة أو نقصان، كذلك يتحمل الخسارة بقدر أسهمه، والحكم الشرعي لهذا النوع من الأسهم هو الجواز بغير خلاف.

ب-ب)- أسهم ممتازة: وهي التي تعطي صاحبها حقوقاً خاصة، وتختص بمزايا لا توجد في الأسهم العادية، وتعطي صاحبها حقوق إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم لجذب الاكتتاب بها، وهذه الحقوق تختلف من شركة لأخرى حسب الشروط المتعلقة بإصدار الأسهم الممتازة.

ب-ج)- أسهم مؤجلة: وهي التي تعطى للمؤسسين، ولمن يقومون بترويج الأسهم الجديدة للشركة عند إنشائها، وتسمى مؤجلة لأنها لا تستحق نصيباً من الأرباح الموزعة إلا بعد سداد حاملي بقية الأسهم، وهذا النوع من الأسهم غير جائز شرعاً، لأن عقد الشركة في الفقه الإسلامي يقوم على المساواة بين جميع الشركاء وتحمل الجميع المخاطرة واستحقاقهم الأرباح.

ج)- أنواع الأسهم من حيث طريقة التداول أو الشكل القانوني: وتنقسم الأسهم حسب هذا الاعتبار إلى:

ج-أ)- أسهم إسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، ويسجل عليها اسم حاملها، وتثبت ملكيته لها، وتتداول بطريق التسجيل، وهذا النوع من الأسهم يجوز شرعاً إصدارها والتداول بها، إذ الأصل أن ملكيته بحصة في الشركة تعطيه الحق في حمل الصكوك المثبتة لحصته.⁴

¹: القلوبي، سميحة: شركات التجارية: دار النهضة العربية، القاهرة، ط3، 1993م، ص 247.

²: النشار محمد عبد الفتاح: الأسهم في سوق الأوراق المالية: رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي: دار الجامعة الجديدة، إسكندرية، ط2006، ص65.

³: البرواري، شعبان محمد إسلام: بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية: دار الفكر، دمشق- سوريا، ط1، 2002م، ص92-98.

⁴: البرواري، المرجع السابق، ص 91.

ج-ب)- أسهم لحاملها : وهي الأسهم التي لا تحمل اسم حاملها، وفي حكم هذا النوع من الأسهم عدم جواز إصدار السهم لحامله، لجهالة الشريك، لأنه يفضي إلى النزاع والخصومة، كما يؤدي إلى إضاعة حقوق صاحبها، إن اغتصبها أو التقطها شخص آخر أو ضاعت، فإن حامله سيكون شريك بدون وجه حق، وعلى هذا فإن هذه الأسهم تعتبر باطلة، ويجب رد قيمتها إلى المساهم الأول أو استبدالها بقيمتها الإسمية، وإلا كانت شركة فاسدة.¹

ج-ج)- أسهم لأمر : وهي الأسهم التي يكتب عليها عبارة لأمر وتتداول بطريقة التظهير* دون الرجوع إلى الشركة، فيصبح الثاني هو مالك السهم الجديد، والأول متخلياً عنه وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً لانتفاء الجهالة بمعرفة الثاني، يفضي إلى منازعة أو ضرر.²

ح)- أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة : وتنقسم الأسهم وفقاً لهذه الاعتبار إلى:³

ح-أ)- أسهم رأس المال : وهي الأسهم التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها مادامت الشركة قائمة، ولا تعود

للمساهم إلا عند التصفية النهائية للشركة، وهذا النوع من الأسهم جائز شرعاً وهو الأصل والقاعدة في الشركات.

ح-ب)- أسهم التمتع : وهي التي تستهلكها الشركة، بأن ترد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة، ويبقى صاحبها شريكاً له الحق في الحصول على الأرباح، والتصويت في الجمعية العمومية، و يطلق على هذه العملية بالاستهلاك، ويكون ذلك بعدة طرق كأن تشتري الشركة جزء من الأسهم، أو تسحب الشركة من التداول في كل سنة عدد من الأسهم بطريقة القرعة وتدفع قيمتها لمالكها من الأرباح، أما حكمها الشرعي فمنها ما هو جائز ومنها ما هو غير جائز .

ح-خ)- أنواع الأسهم من حيث القيمة: قد يحمل السهم أكثر من قيمة، وهذه القيم هي:⁴

ح-أ)- القيمة الإسمية: وهي القيمة التي تبين في السهم، أي القيمة التي تدون في الصك الذي يعطى لمالك السهم،

والحكم الشرعي لهذه القيمة جائز شرعاً، لأن الأصل أن يكون الصك الذي يثبت حصة الشريك في رأس المال مطابقاً للمبلغ الذي تم دفعه من قبل المساهم.

ح-ب)- قيمة الإصدار : وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند التأسيس أو عند زيادة رأس المال مضافاً إليها

مصاريف و علاوة الإصدار، والحكم الشرعي لهذه القيمة هي الجواز.

¹: القرة داغي : *الأسواق المالية* : مجلة مجمع الفقه الإسلامي ، جدة ، ع 6 ، ج 2 ، 1990 م ، ص 119 .

* : التظهير: هو بيان يدون على ظهر الصكوك، إما بقصد نقل ملكية الحق الثابت في الصك من المظهر إلى المظهر إليه، أو بقصد توكيل المظهر إليه في تحصيل قيمة الصك أو بقصد رهن الحق الثابت في الصك (ينظر: موسوعة المصطلحات الإقتصادية، دار الشروق، مصر، ط3، ص 530).

²: هارون، محمد صبري؛ المرجع السابق، ص 226.

³: البرواري، المرجع السابق، ص 97-98.

⁴: عمر، محمد عبد الحليم : *الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية* : مجلة الإقتصاد الإسلامي ، د.م.ن ، السنة 1998م، ص.ص 26-01.

خ-ج)- القيمة الحقيقية : وهو النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة بعد حسم ديونها، وحسب ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر، تؤثر في القيمة الحقيقية للسهم، وهي جائزة شرعاً.

خ-ح)- القيمة السوقية : وهي قيمة السهم في السوق المالي بحسب العرض والطلب والمضاربات والظروف السياسية والاقتصادية، واعتبار هذه القيمة وتداول الأسهم على ضوءها أمر لا يتعارض مع قواعد الشريعة الإسلامية، حيث يجوز عرض الأسهم للبيع بأقل أو أكثر من قيمتها.

د)- أنواع الأسهم من حيث التصويت: وتنقسم الأسهم وفقاً لهذا الاعتبار إلى¹:

د-أ)- أسهم مصوتة : وهي الأسهم التي تجمع بين حقوق الملكية، وحق الإدارة والتصويت والانتخاب، وهي جائزة شرعاً.

د-ب)- أسهم غير مصوتة : وهي الأسهم التي تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، وهذا النوع من الأسهم غير جائز شرعاً. ومما سبق سنقوم بتوضيح أنواع الأسهم وحكمها الشرعي من خلال الجدول رقم (01-02) أدناه، كما يلي :

جدول رقم (01-02) : يوضح أنواع الأسهم و الحكم الشرعي لكل نوع.

اعتبارات التقسيم	أنواع الأسهم	الحكم الشرعي
1- وفقاً لطبيعة الحصة التي يقدمها الشريك	1- أسهم عينية	الجواز
	2- أسهم نقدية	الجواز
2- وفقاً للحقوق الممنوحة لصاحبها	1- أسهم عادية	الجواز
	2- أسهم ممتازة	الجواز
	3- أسهم مؤجلة	عدم الجواز

¹ : حمود سامي : الوسائل استثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين البنوك التقليدية : المصارف الإسلامية، إتحاد المصارف العربية ، 1989، ص 168.

الجواز	1- أسهم اسمية	3- وفقاً للشكل القانوني
عدم الجواز	2- أسهم لحاملها	
الجواز	3- أسهم لأمر	
الجواز	1- أسهم رأس المال	4- وفقاً لحق الاسترداد و الاستهلاك
عدم الجواز أو الجواز بشروط	2- أسهم التمتع	
الجواز	1- أسهم مصوتة	5- وفقاً لحق التصويت
عدم الجواز	2- أسهم غير مصوتة	
الجواز	1- القيمة الإسمية	6- وفقاً لقيمتها
الجواز	2- قيمة الإصدار	
الجواز	3- القيمة الحقيقية	
الجواز	4- القيمة السوقية	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مصادر مختلفة.

1-2- الصكوك:

أولاً: تعريف الصكوك:

جاءت فكرة الصكوك (Sukuk) كنتيجة للهندسة المالية الإسلامية وبدل لعملية السندات القائمة على الفائدة الربوية، حيث تعتبر صكوك الاستثمار الشرعية بديلاً للسندات المحرمة وحسب ما جاءت به بعض الدراسات أن سوق الصكوك الإسلامية قد أحدثت قفزة نوعية في الربع الثاني إلى نحو 7 مليارات دولار من خلال ثلاثين إصدار، بسبب الإقبال المتزايد عليها من قبل الحكومات و الشركات في الدول الإسلامية و بعض الدول الأوروبية ؛ حيث نالت ماليزيا الحصة الأكبر من إصدارتها. ولقد كان من شأن هذا الإصدار استقطاب العديد من المستثمرين من أوروبا، الولايات المتحدة الأمريكية، آسيا و الشرق الأوسط.

وتعرف الصكوك بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو في وحدات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".¹

الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية:

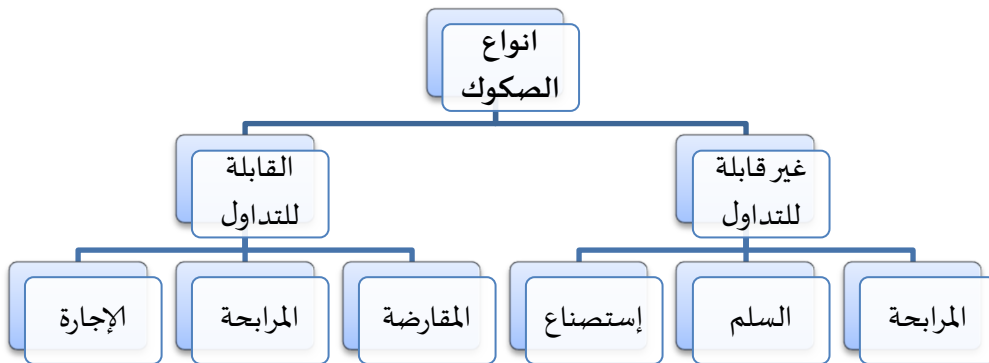
نتيجة للضوابط الشرعية تتميز هيكله الصكوك الإسلامية نظرياً بخصائص مختلفة عن الصكوك التقليدية، أهمها:²

- * يملك المستثمرون في الصكوك الإسلامية (القابلة للتداول) أصول حقيقية سواء كانت أعياناً أم منافع أم خدمات.
- * يتحمل المستثمرون جميع المخاطر المرتبطة بالأصل؛ باعتبارها شركة قائمة على الربح والخسارة.
- * لا يمكن تداول الصكوك التي تستثمر بصيغ مولدة لديون مثل عقود المراجعة و السلم.

أما التصكيك الإسلامي (Securitization Islamique) فهو عبارة عن: "عملية تحويل الأصول المقبولة شرعاً إلى صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعياناً، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خالياً من المخاطر".³

ثانياً: أنواع الصكوك: يمكن تمثيل أنواع الصكوك من حسب قابليتها للتداول كما يلي :

الشكل رقم(01-02): يوضح أنواع الصكوك حسب قابليتها للتداول :



المصدر: سامر مظهر قنطقي ، المرجع السابق، ص395.

¹: سامر مظهر قنطقي: صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية: شعاع للنشر و العلوم ، سوريا- حلب ، ط2010، ص357.

²: حنان العمراوي : فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة: المنتدى الدولي حول : "مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الإقتصاد الإسلامي" ، جامعة قلمة ، 03-04 ديسمبر 2012، ص301.

³: فتح الرحمن علي محمد صالح : دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية : منتدى الصيرفة الإسلامية ، الخرطوم 2008، صص5-6.

1- الصكوك القابلة للتداول:

1-1- صكوك المقارضة أو المضاربة (Sepeculation): تعرف بأنها: " الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المحققة من المشروع المستثمر فيه بحسب النتائج المعلنة على الشيع، المتبقية من الأرباح الصافية لإطفاء قيمة السندات جزئياً على السداد التام"¹؛ وصكوك المضاربة هي مثل صكوك المشاركة و الاختلاف فيها أن حملة الصكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح، و المضارب (مدير العملية) يحصل على جزء ، أما الخسارة العادية التي لم يتسبب فيها مدير المضاربة فيتحملها حملة الصكوك.

2-1 صكوك المشاركة: المشاركة في اللغة: مخالطة الشريكين²؛ أما إصطلاحاً: هي أن يشترك إثنان أو أكثر بحصة معينة في رأسمال يتجران به كلاهما و الربح يوزع حسب أموالها أو على نسبة يتم الاتفاق عليها عند العقد³.

أما صكوك المشاركة هي عبارة عن "صكوك استثمارية تمثل ملكية رأسمال المشاركة، ولا تختلف عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الجهة المنوط بها الإدارة لجنة للمشاركين يُرجع إليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية"⁴، ويمكن تداولها بقيمة سوقية معبرة عن التعبيرات التي تحدث في قيمة أصول المشاركة و معدل الربح الموزع.

3-1 صكوك الإجارة:

لغة: هي مشتقة من الأجر والأجر في اللغة له معنيان: الكراء والأجرة على العمل أو الجبر⁵.

الإجارة إصطلاحاً: عقد منفعة معلومة مباحة من عين معيناً أو موصوفة في الذمة أو على عمل معلوم بعوض معلوم مدة معلومة . وتأسيساً على ذلك ؛ فإن صكوك الإجارة تقوم على مبدأ التصكيك الذي يعرف كذلك بتسنيده

¹ محمد عثمان بشير: المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي: دار النفائس، عمان ، ط3، 1999، ص230.

² ابن منظور، لسان العرب، دار الفكر، بيروت-لبنان، ط1954م، ص544.

³ الحلاق سعيد: الأزمة المالية العالمية من منظور الإسلامي: مؤتمر حول: "تداعيات الأزمة المالية و أثرها على إقتصاديات الدول العربية": شرم الشيخ- مصر، 04-05 أبريل 2009، ص102.

⁴ الشايحي ، وليد خالد: "صكوك استثمار الشرعية": مؤتمر الدولي حول: "المؤسسات المالية الإسلامية"، كلية الشريعة والقانون ، الإمارات العربية المتحدة ، مارس 2005 م، ص909.

⁵ أحمد ابن فارس ؛ معجم مقاييس اللغة : دار الجيل ، بيروت – لبنان ، ط1، 1991م، ص62.

أو توريق الأصول الرأسمالية (Securitization)* الذي يقصد به إصدار أوراق مالية قابلة للتداول، مبنية على مشروع استثماري يدر دخلا.¹

4-1 شهادات الاستثمار الإسلامي: تقوم هذه الشهادات على أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، ففي هذا النوع يكون أصحاب الودائع أو الشهادات هم أرباب المال، وتقوم الجهة المصدرة بدور المضارب مع الاتفاق على نسبة الربح وتحمل رب المال الخسارة، والمضارب يخسر عمله، تصدرها المصارف و المؤسسات المالية، ولا يقل اجلها عن عام، أو مضاعفات العام وهي نوعان: شهادات الاستثمار المخصص، وشهادات الاستثمار العام.²

2- صكوك غير قابلة للتداول:

1-2 صكوك السلم:

السلم في اللغة: السلف³ : أما إصطلاحاً: عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمان مقبوض في المجلس و تأسيساً على ذلك.⁴

أما صكوك السلم فهي: "صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. لا يزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو للتداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري، فهي من قبل الاستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق".⁵

2-2 صكوك الإصتناع:⁶ الإصتناع في اللغة: طلب الصنع؛ أما إصطلاحاً: هو عقد على مبيع في الذمة، شرط

شرط فيه العمل؛ أما صكوك الإصتناع فهي في حقيقتها كصكوك السلم، إذ تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمان

* التوريق: هو الحصول على الأموال بالاستناد إلى الديون المصرفية القائمة وذلك عن طريق أصول مالية جديدة، وبعبارة أخرى فإن مصطلح التوريق يعني تحويل الموجودات المالية من المقرض الأصلي إلى الآخرين، والذي يتم غالباً من خلال الشركات المالية أو الشركات ذات الغرض الخاص. (للتفصيل ينظر: خالد أمين عبد الله، الخلفية العلمية والعملية للتوريق، إتحاد المصارف العربية - بيروت، ط1995م، ص39).

¹: القنوي قاسم: أنيس الفقهاء في تعريف الألفاظ المتداولة بين الفقهاء؛ دار الوفاء، المملكة العربية السعودية، ط1، 1406هـ، ص256.

²: نبيل خليل طه سمور: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال إسلامي في ماليزيا؛ رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 1428هـ-2007م، ص80.

³: ابن منظور؛ المرجع السابق، ص544.

⁴: محمد زياد سلامة البخيت: "السوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية": المؤتمر الدولي الرابع حول: "الأزمة الإقتصادية العالمية من منظور الإقتصاد الإسلامي"، كلية العلوم الإدارية، 15-16 ديسمبر 2010، ص12.

⁵: الشايبي، وليد خالد؛ المرجع السابق؛ ص912.

⁶: الفيروز آبادي، القاموس المحيط؛ دار الفكر، بيروت-لبنان، ج1، ص530.

معجل، والسلعة هي من قبل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، و المبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين: البائع أو المشتري.¹

3-2 صكوك المربحة: المربحة في اللغة: مصدر مشتق من الربح وهو الزيادة، وأما إصطلاحاً فهي: بيع السلعة بثمنها الذي قامت مع زيادة ربح معلوم. وتطرح صكوك المربحة لجمع مبلغ لتمويل عملية شراء سلعة وبيعها لعميل بتكلفة الشراء زائد ربحا يتفق عليه عند عقد البيع.

ويكون لحملة الصكوك الحق في المبالغ المحصلة من العميل كاستيراد أو إطفاء لصكوكهم إضافة إلى الربح المحدد في العقد، ولهذا لا يمكن تداولها لأنها دين الصك الذي عليه القيمة الإسمية.²

3- المشتقات المالية الإسلامية:

تعرف المشتقات المالية على أنها: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق، وأخيراً المضاربة".³

لقد تزايد التعامل بمثل هذا النوع من المنتجات المالية نظراً لمرونتها وسهولة بيعها وشرائها بالمقارنة بالأصول المالية والسلعية التي قامت عليها هذه العقود، ويكفي دفع مبلغ نسبي للتعامل بها ولا تقتضي دفع كامل قيمة الأصل محل التعاقد، إضافة إلى إمكانية استخدامها للتحوط ضد مختلف المخاطر.

* من حيث المتعاملين : في البداية فإن عمل الشركات العاملة في الأوراق المالية جائزة شرعاً، وبالتالي يوجد بالسوق الإسلامية السماسرة و الشركات تكون المحافظ و الشركات الإكتتاب و التغطية والمقاصة و غيرها، و من جانب آخر فإن التعامل في السوق المالية الإسلامية ليس مقصوراً فقط على المؤسسات المالية الإسلامية ولكن بتعامل

¹: قندوز عبد الكريم أحمد : الهندسة المالية الإسلامية و دورها في إنشاء و تطوير السوق المالية الإسلامية و إمدادها بالأدوات المالية شرعية : مؤتمر حول: "أسواق الأوراق المالية و البورصات"، كلية الشريعة و القانون، جامعة إمارات العربية المتحدة، 16-18/1428هـ - 06-08/2006م، ص40.

²: الشرباصي، أحمد، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت - لبنان، ط 1981 م، ص188.

³: سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، ط 1، 2005، ص60.

فيها المؤسسات الأخرى التقليدية بل غير المسلمين ، فعلى سبيل المثال فإن البنك الإسلامي للتنمية أصدر صكوك إجارة عام 2003م بمبلغ 400 مليون دولار و طرحها للإكتتاب العام و مع أن العملية تمثل إصدار إسلاميا إلا أنها استقطبت العديد من المشترين من مؤسسات تقليدية اكتتبت حوالي 70% من الإصدار، ومنها بنوك مركزية من دول عديدة اكتتبت حوالي 40% من النسبة الأصلية 70%¹.

* من حيث أساليب و صور التعامل : إن التعامل في الأسواق الإسلامية يتم وفقا لأحكام شرعية و بالتالي يتم الإلتزام في إصدار الأوراق المالية و الصكوك بأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المراجعة، و المشاركة، و المضاربة، و السلم ، الإستصناع.... ؛ كما يتم الإلتزام في تداولها بالأحكام و القيم الإسلامية و بصور البيع المقبولة شرعا ؛ و بالتالي فلا يوجد فيها تعامل بالمشتقات حسبما يجري العمل في السوق التقليدية و لا بالمستقبليات بالصورة التي تتم بل بطريقة بيع السلم و لا شراء بالهامش أو البيع على المكشوف و بالجملة فكل ما ذكرناه من أساليب و صور التعامل التي تجري في الأسواق التقليدية².

المطلب الثاني: التطور التاريخي المعاصر للصناعة المالية الإسلامية.

مرت نشأة و التطور التاريخي للصناعة المالية الإسلامية منذ سنة 1850م إلى الآن بخمس مراحل سنذكرها كالآتي:

1- مرحلة سيادة النظام المالي التقليدي في العالم الإسلامي: (1850-1950م):

كانت بداية هذه المرحلة باضمحلال الأنظمة المالية الإسلامية بسبب الاضطرابات السياسية و تفاقم مشكلة المديونية للدول الإسلامية على غرار تركيا و مصر؛ حيث اقتضت الدولة العثمانية للمرة الأولى في تاريخها سنة 1894م بسبب حرب لبقرم؛ و لضعف المالية العامة للقرنين الماضيين مما أدى إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة العثمانية بعدما كانت تقترض من البنوك المحلية أو بإصدار الأوراق المالية كالسندات³؛ مما جعل الكثير من الإمكانيات الأمة الإسلامية في يد الأجانب و إلى هنا بدأت الموازين بالانقلاب ؛ لتصبح في صالح الدول الغربية ؛ وقد حلت الأنظمة المالية التقليدية محل نظيرتها الأنظمة الإسلامية ؛ واستمرت هذه المرحلة حتى منتصف القرن العشرين

¹ : زايدي عبد السلام؛ الهندسة المالية (Financial Engineering): مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية: مجلة العلوم الإنسانية، ع 38، الجزائر، سنة 2008م، ص. ص: 01-30.

²: المرجع السابق، ص13.

³: فؤاد عبد الله العمر، مقدمة في تاريخ الإقتصاد الإسلامي وتطوره، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، ط1 ، سنة 2003م، ص- ص: 98-112.

؛ وإلى ذلك الحين لم يكن هناك من الاقتصاديين من يبدي أي معارضة نحو القبول بمعدل الفائدة كأساس للتسعير بين قيمة النقود الحالية وقيمتها المستقبلية. وقد تميزت هذه مرحلة بما يلي:

✓ رفض جمهور فقهاء المسلمين النظام الربوي المخالف لمعتقدات الأمة الإسلامية، وقيام علماء الأمة بجهود فردية لمحاربة الفائدة المصرفية والكشف عن سلبياتها وحرمتها، والدعوة لوقف التعامل مع البنوك التقليدية مثل ما حدث مع فرع بنك باركليز (Barclays Bank) في مصر أثناء عملية تمويل مشروع قناة السويس وذلك سنة 1890؛ كما تم إصدار فتوى بتحريم التعامل مع الصندوق الادخاري (Post Office Saving Fund) الذي يمنح فوائد ربوية بمصر عام 1903.¹

✓ إضفاء الطابع الشرعي على عمل المؤسسات المصرفية التقليدية و تكييف قوانينها الجديدة مع أحكام الشريعة الإسلامية رفعا للحرج على المسلمين في ظل غياب البديل الإسلامي؛ لهذا خصصت المرحلة الأولى من الفكر الإسلامي خلال القرن التاسع عشر بشكل رئيسي لإنشاء مجموعة جديدة من المفاهيم للتكيف مع تقاليد المجتمع الإسلامي وتتحدى التقليد الغربي.²

✓ وفي أواخر الستينات ظهرت بعض الدعوات من قبل بعض الباحثين التي ترى أن استخدام معدل الفائدة ليست الأداة المثلى لتوظيف الأموال وأن البديل المناسب للتوظيف الأمثل هو المعدل الصفري الذي يعني إقراض الأموال دون زيادة على أصل القروض، وقد ظل سعر الفائدة هو الآلية المسيطرة في العمل المصرف.³

2- المرحلة التمهيدية لبروز تأسيس المؤسسات المالية الإسلامية: (1950-1970م) :

لقد عاش العالم الإسلامي فترة ركود تلت مراحل التفكك والانحطاط التي مر بها والتي أسفرت عن هيمنة النظام المالي الأجنبي على العمل المصرفي، إلى أن لاحت للظهور تلك الأفكار الداعية إلى إحياء التراث الفقهي الإسلامي وقد أثمرت هذه الجهود والأفكار إلى بروز البنوك الإسلامية وتأسيس أول بنك إسلامي للتخلص من سطوة البنوك التقليدية التي عمت بلواها في العالم الإسلامي، وقد تميزت هذه المساهمات بالدعوة إلى البحث عن البديل الإسلامي

¹ : Kaouther Jouaber Snoussi (2012), *La Finance Islamique*, Edition la Découverte, Paris, France, p: 10.

² : Jean-Yves MOISSERON (2014); *Islamic finance: a review of the literature*, Working Paper, *IPAG Business School*, Paris, pp: 01-20. available at: <http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html> Consulted (30/07/2015).

³ : Kaouther Jouaber Snoussi, Op.cit, p: 14.

للبنوك الربوية. لقد أشار كوران (Timur Kuran) من خلال بحثه المنشور في مجلة أبحاث اجتماعية، إلى أن بوادر عمل الصناعة المالية الإسلامية، قد بدأت بعد انتهاء الفترة الاستعمارية في الهند، مبرزاً إسهامات الفقيه الأصولي: " سيد أبو العلاء المودودي " في الترويج لفكرة بناء نظام اقتصادي إسلامي، لحماية المرجعية الدينية والثقافية للأقليات المسلمة في الهند والحفاظ على هويتها¹. وقد انقسمت هذه المرحلة إلى فترتين :

أولاً: فترة التنظير الفقهي و المالي للمالية الإسلامية من 1950 م إلى 1970 م : وتعتبر الصحوة الإسلامية هي المحطة الأولى؛ وتميزت هذه المرحلة بظهور العديد من الدراسات التي قدمها الرواد في مجال العلوم الشرعية والفكر الإسلامي بعامه و الاقتصاد الإسلامي على وجه الخصوص؛ وكيفية تحرير الاقتصاديات الإسلامية من مشكلة المعاملات المالية الربوية تلك الممارسات التي لا تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية. وقد تميزت هذه الفترة بما يلي :

1- اللقاءات و عقد المؤتمرات: قد تم تنظيم عدد من المؤتمرات لبيان حكم الإسلام في الربا، ومنها:

- حلقة الدراسات الاجتماعية للدول العربية بدمشق 1952 م،

- المؤتمر الثاني لمجمع البحوث الإسلامية بالقاهرة 1965 م،

- مؤتمر الفقه الإسلامي الأول بالمغرب سنة 1969 م،

2- ظهور عدد من المفكرين المؤسسين لنموذج البنوك الإسلامية نذكر منهم :

- السيد محمد عزيز: الباحث الباكستاني، حيث قام بتأصيل نموذج " المضارب يضارب " كأساس لعمل البنك

الإسلامي، كما نشر كتابه المختصر: " An Outline Of Interest Less Banking " سنة 1955 في كراتشي وهو يتضمن تفصيلاً كافياً لنموذج المصرف الإسلامي.

- أحمد عبد العزيز النجار: هو من الآباء المؤسسين على المستويين النظري والتطبيقي، ، ساهم في تأسيس بنك

ناصر الاجتماعي، وفي إنشاء المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الإسلامي بقبرص، كما كان عضواً في اللجنة التحضيرية لإنشاء البنك الإسلامي للتنمية بجدة سنة 1973 وأفكاره منشورة في مطبوعات كثيرة أهمها كتاب: " بنوك بلا فوائد "

¹ : Timur Kuran (1997), *The Genesis of Islamic Economics: a Chapter in the Politics of Muslim Identity*, Social Research, vol.64, N°2; Summer, pp: 301-338.

الذي صدر في جدة عام 1972 م: " نحو إستراتيجية جديدة للتنمية الاقتصادية في الإسلام "، و" مائة سؤال حول البنوك الإسلامية " وغيرها .

- ثانيا: فترة التطبيق: شهد عقد الستينيات و بداية السبعينيات دراسات لإنشاء بنوك الإسلامية تلبية لرغبة المجتمعات في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيدا عن شبه الربا و بدون استخدام سعر الفائدة..إلا أن الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف الإسلامية تعمل طبقا لأحكام الشريعة الإسلامية قد جاء لأول مرة في توصيات المؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية بمدينة جدة السعودية سنة 1972؛ ونتيجة لذلك تم إعداد اتفاقية تأسيس البنك الإسلامي للتنمية سنة 1974 وبادر البنك الإسلامي للتنمية عمله سنة 1977 بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية؛ و يتميز هذا البنك بأنه بنك الحكومات لا يتعامل مع الأفراد في النواحي المصرفية.

أما إنجاز أول بنك إسلامي متكامل فقد أنجز سنة 1975 و هو بنك دبي الإسلامي. وتميزت تجربة البنوك الإسلامية خلال عقدي السبعينيات و الثمانينيات بحالة الترقب و الحذر و محدودية الأدوات و الآليات و قصور البرامج و المنتجات .

3- مرحلة التوسع و الانتشار للمالية الإسلامية (1970-1990م) :

كان الاهتمام بتطور النظام التمويل الإسلامي ظاهرا بشكل ديناميكي بين الطموح و الواقع، أين أصبح النظام المالي الإسلامي ذا مصداقية كونه البديل الشرعي لتضيقه التقليدي¹؛ الموروث بعد انتهاء فترة الإستعمار والذي واجه انتقادات لاذعة من قبل المفكرين المسلمين لاسيما بعد بروز الصحوة الإسلامية في الفترة السابقة؛ بيد أن تراكم الثروة لدى شريحة كبيرة من المواطنين الأثرياء الذين يبحثون عن طرق لاستثمار مدخراتهم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وما أحدثه تدفق الفوائض المالية المتأتية من سوق البترول- دولار (Petrodollars) الناتجة عن استغلال الطفرة النفطية، خاصة في منطقة الشرق الأوسط ممثلة بدول الخليج وارتفاع الطلب على المعاملات المالية الإسلامية في جنوب شرق آسيا وعلى رأسها ماليزيا و إندونيسيا، كان بمثابة نقطة التحول في توسع حقل الصناعة المالية الإسلامية و تطورها². وقد تميزت هذه المرحلة بما يلي:

¹ : Nagaoka Shinsuke(2012); *Critical Overview of the History of Islamic Economics: Formation, Transformation, and New Horizons*, *Asian and African Area Studies*, Kyoto University, Vol: 11 (2) pp: 114-136.

² : Frank Vogel, Samuel Hayes (1998), *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer law International, Boston, USA. Fuaad .A Qureshi, Mathew M. Millet (1999); *An Introduction to Islamic Finance*, Harvard Business School, note paper N°9-200-002, Rev. October 27, 1999; pp:01-13.

3-1 اللقاءات و عقد المؤتمرات: جاءت هذه المؤتمرات لتأكيد على سلامة الجوانب النظرية والعملية لإقامة

نظام مالي إسلامي و لتأسيس البنوك و المؤسسات المالية، ومنها:

- اجتماع وزراء مالية الدول الإسلامية عام 1973م، أين تم التأكيد على سلامة الجوانب النظرية والعملية لإقامة نظام للبنوك الإسلامية ونتيجة ذلك تم إعداد اتفاقية تأسيس البنك الإسلامي للتنمية (IDB) وبدأ التأسيس الفعلي سنة 1975م، وبعده تم إنشاء المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب (IRTI): (Islamic Research and Training Institute) سنة 1981م كفرع تابع لمنظمة الإقتصاد الإسلامي؛ وأما على الصعيد الأكاديمي، فقد تم تشكيل الرابطة الدولية للاقتصاد الإسلامي (IAIE) عام 1984م وهي تستمر في تنظيم نفس النوع من المؤتمرات حتى الوقت الحاضر¹.

3-2 عملية التنظير الإقتصادي و الأكاديمي للصناعة المالية الإسلامية: شهدت هذه الفترة ظهور أول رسائل

الماجستير والدكتوراه حول البنوك الإسلامية منها:²

- رسالة في الدكتوراه سنة 1975 بعنوان: "تطوير الأعمال المصرفية بما يتوافق والشريعة الإسلامية"، للدكتور سامي حمود من الأردن و يعتبر من المؤسسين لفكرة البنوك الإسلامية و قدم من خلالها أول تطوير لصيغة المربحة للأمر بالشراء بديلا عن القرض الربوي:

- رسالة الدكتور حسن عبد الله سنة 1977 بعنوان: "الودائع المصرفية النقدية واستثمارها في الإسلام".

3-3 التوسع في تأسيس البنوك الإسلامية:³

لقد أنشئ العديد من البنوك و المؤسسات المالية بمختلف أنحاء العالم الإسلامي وقد تم ذلك وفق مرحلتين، نوضحهما كما يلي:

3-3-1 المرحلة الأولى في فترة السبعينات: شهدت هذه المرحلة توسع ملحوظ في تأسيس البنوك و المؤسسات

المالية الإسلامية على مستوى العالم العربي؛ ومن أهم ما تم تأسيسه من بنوك خلال هذه الفترة موضح في الجدول رقم (01-02) أدناه كما يلي:

¹ : Nagaoka Shinsuke, Loc.cit, p: 121.

² : عز الدين خوجة، تطور ونشأة الصناعة المالية الإسلامية.. المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية، الوحدة الثالثة، ص09.

³ : المرجع نفسه، ص11-13.

جدول رقم (01-02): قائمة أهم البنوك الإسلامية التي تأسست في فترة السبعينات.

اسم البنك	إسم البنك بالإنجليزية	بلد التأسيس	تاريخ التأسيس
بنك ناصر الاجتماعي	Nasser Social Bank	مصر	1971
بنك فيصل الإسلامي المصري	Faisal Islamic Bank of Egypt	مصر	1977/08/27
البنك الإسلامي الأردني	Jordan Islamic Bank	الأردن	1978/11/28
بنك البحرين الإسلامي	Bahrain Islamic Bank	البحرين	1979/03/07

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على البيانات من تقارير مالية لسنوات مختلفة.

3-2 - المرحلة الثانية في فترة الثمانينات: وهي تضم عملية الاستمرار في تأسيس المؤسسات المالية التي تعمل

وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، من البنوك والمؤسسات التي تم تأسيسها خلال هذه الفترة نذكر ما هو موضح في

الجدول رقم (02-02) أدناه:

جدول رقم (02-02): قائمة أهم البنوك الإسلامية التي تأسست في فترة الثمانينات.

إسم البنك	إسم البنك بالإنجليزية	بلد التأسيس	تاريخ التأسيس
بنك التضامن الإسلامي- السودان	Tadamon Islamic Bank	السودان	نوفمبر 1981
بنك إسلام ماليزيا بيرهاد	Bank Islam Malaysia Berhad	ماليزيا	1982/07/01
بنك بنغلادش الإسلامي	Islamic Bank Bangladesh	بنغلادش	1983/03/13
بنك البركة التركي للمشاركات	Al Baraka Turk Participation Bank	تركيا	1985
بنك البركة الإسلامي- البحرين	Al Baraka Islamic Bank- Bahrain	البحرين	1984
شركة الراجحي	Al Rajhi Bank	م.ع.س	1987

المصدر: من إعداد الطالبتان بالإعتماد على بيانات من تقارير مالية لسنوات مختلفة

4- مرحلة التنظيم و التأطير للبنوك الإسلامية:(1990-2000م):

تم في هذه المرحلة إنشاء العديد من الهيئات الداعمة للصناعة المالية الإسلامية التي تركز على توسيع عمليات التقييس المعياري والتأصيل الشرعي للأعمال المؤسسات المالية المتوافقة مع الشريعة والتي تولي اهتمام متزايدا في مجالات الاستثمار وفي ما يلي بيان ما تميزت به هذه المرحلة:

*عملية التقييس المعياري والتأصيل الشرعي للصناعة المالية الإسلامية: تم فيها إيجاد مؤسسات إستراتيجية داعمة للصناعة المالية الإسلامية مثل إنشاء "هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية(AAOIFI)، التي كانت تعرف سابقاً بـ "هيئة المحاسبة المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، حيث تهتم بإصدار معايير التقييس المحاسبية والشرعية للمعاملات المالية الإسلامية وتأمين متطلبات الشفافية والمعيارية في العمل المصرفي الإسلامي ؛ بالإضافة إلى إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) بماليزيا؛ و المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI) بمملكة البحرين، حيث تهدف هذه الهيئات إلى تحقيق التكامل المصرفي الإسلامي وتوثيق سبل التعاون و الترابط بين البنوك و المؤسسات المالية الإسلامية.

*بروز الجيل الأول من النوافذ الإسلامية: حيث تختص هذه النوافذ في تقديم المنتجات للمالية الإسلامية لجلب العديد من العملاء المسلمين ونذكر على سبيل المثال البنك الهولندي، مجموعة الاسترالية النيوزيلندية، لقد توسع الأمر بعد ذلك الى قيام المؤسسات المالية التقليدية بتأسيس بنوك الإسلامية مستقلة عنها تماما من حيث رأسمالها وميزانيتها ونشاطها كبنك المؤسسة العربية المصرفية الإسلامي.¹

*بروز الجيل الثاني من البنك الإسلامية في التسعينيات: أدى اتساع وانتشار الصناعة المالية الإسلامية إلى بروز جيل ثاني من المؤسسات المالية الإسلامية التي تتميز بالحيوية والفعالية في مجالات الاستثمار والتمويل كبنك سبأ الإسلامي SABA Islamic Bank في اليمن سنة 1997 ؛ كبنك معاملات ماليزيا بيرهاد (Bank Muamalat Malaysia Berhad) وبنك الشريعة مانديري (Bank Shariah Mandiri) في أندونيسيا عام 1999م.....الخ.²

5- مرحلة بداية التنافسية العالمية والاهتمام الغربي بالصناعة المالية الإسلامية (2000م- إلى الآن):

تميزت بعدة مسارات على غرار المسار الإعلامي الذي يتضمن عقد اللقاءات و تنظيم المؤتمرات المهتمة بالصناعة المالية الإسلامية والمسار العلمي والبحثي الذي يساند فكرتها ويدعم تطورها، ليأتي بعد ذلك، المسار العملي الذي

¹ :Kaouther Jouaber Snoussi, *La Finance Islamique*, Op.cit, p: 13.

² :Zamir Iqbal (1997) , *Islamic Financial Systems* , *Finance& Development*, vol34 , n°02, June, pp :42.47

يرسي قواعد تطبيقها على أرض الواقع في ظل وجود التوجه السياسي والتشريعي لأسلمه الصناعة المالية. وهي كلها مسارات متكاملة تعبر عن مدى الحرص الغربي بشكل عام والأوروبي بشكل خاص على توطين هذه التجربة وتعزيز وجودها، وفيما يلي تفصيل لذلك:

1-5- اللقاءات وعقد المؤتمرات المهمة بالاقتصاد الإسلامي: لقد تم تنظيم عدد من المؤتمرات لبيان فرصة النظام المالي الإسلامي في تحقيق التنمية والاستقرار الاقتصادي في العالم من أهمها:

* المؤتمر العالمي للاقتصاد الاسلامي سنة 1976 بمكة المكرمة.

* انعقاد المؤتمر العالمي الرابع للاقتصاد الإسلامي (ICIE): (The 4th International Conferences on Islamic Economics) سنة 2000م.

2-5- تقييم المسار الأكاديمي للمالية الإسلامية في الدول الغربية: صار اهتمام الغرب بالاقتصاد الإسلامي متجليا في المسار الأكاديمي فلم يقتصر تقييم المالية الإسلامية و الإهتمام بها في جامعات الدول الإسلامية فقط ، وإنما تعدى الحدود ليصل الجامعات و مراكز الأبحاث بالدول الأجنبية مثل: جامعتي هارفارد (Harvard) و بنسلفانيا حيث أنشأتا قسما لتدريس الاقتصاد الإسلامي في الولايات المتحدة، وبالإضافة إلى بعض المعاهد الخاصة كمعهد الفرنسي للدراسات الإسلامية.

3-5- تقييم المسار التطبيقي للمؤسسات المالية الإسلامية في الدول الغربية: تشهد الساحة المالية الغربية مؤخرا، تسابقا حثيثا للصناعة المالية الإسلامية لاسيما بعد الأزمة المالية الأخيرة التي زادت في وتيرته وأدت بالعديد من عمالقة البنوك الرأسمالية إلى الانهيار والإفلاس مما عزز التنافس الغربي على الخوض في تجربة هذه الصناعة ومنتجاتها المالية التي أثبتت نجاعتها وكفاءتها في جذب الأموال واستقطاب المستثمرين ولقد تم تأسيس العديد من المؤسسات من أهمها البنك الاسلامي البريطاني وبنك الاستثمار الإسلامي.

المطلب الثالث : الضوابط الشرعية الحاكمة للمالية الإسلامية

الضوابط الشرعية هي همزة وصل بين مبادئ الإقتصاد الإسلامي من جهة و بين الممارسة اليومية للحياة الإقتصادية من خلال عمليات التمويل و الإستثمار باستخدام المنتجات المالية من جهة أخرى. ولقد جاءت هذه الضوابط من أجل توجيه سلوك الفرد المستثمر لتحقيق الأهداف بطريقة صحيحة وتجنب الوقوع في الأزمات .
أولاً: الضوابط العقدية: وهي مجموعة المبادئ والقواعد الثابتة النابعة عن العقيدة والدين والراسخة في وجدان الفرد والموجهة لتصرفاته المالية. ونوجز هذه الضوابط فيما يلي:¹

1- الاعتقاد بأن الله هو المالك الحقيقي والأصلي للمال (ملكية مطلقة): و المقصود بها الإدراك و الإقتناع بأن المال مال الله و أن ملكيته الحقيقية له سبحانه وتعالى، والآيات القرآنية الدالة على ذلك كثر، نذكر منها قوله ﷻ:
﴿وَاللَّهُ مُلْكُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا﴾⁽¹⁷⁾ ² وبناء على هذه النصوص الدالة على أن ملكية المال الله وحده عز وجل، فيكون هو سبحانه صاحب الحق في التقييد والضبط في صرف وجوه هذه الأموال ووسائل استثماره ومجالاته، وأن من يستخلف في هذا المال يجب عليه أن يلتزم بهذه التوجيهات كالوكيل الذي لا يتصرف فيما وكل فيه إلا بإذن موكله ووفق ما اشترطه عليه وبينه له .

هنا يتضح أن العقيدة الإسلامية تقرر مبدئين عقديين لا يتم معنى ما قصدناه بدونهما وهما كما يلي:

- أن الكون كله ملك الله الذي خلقه بإرادته وحكمته.

- أن الله تعالى وحده الوارث لهذا الملك ، وبذلك فهو يرث ما في أيدي الناس جميعا .

2- أن يقصد استثمار و التعامل بالمال لوجه الله ورضاه : وهذا المبدأ هو الذي يميز المسلم عن غير المسلم و المقصود من هذا الضابط توجيه التعاملات المالية التي تدخل في إطار المالية الإسلامية إلى ما تنص عليه الشريعة الإسلامية و ما يرضي الله تعالى؛ وان يباشر المتعامل أو المستثمر تعاملاته بالمال كسبا أو إنفاقا بحسن نية وبما هو حلال و مباح.

¹ زياد إبراهيم مقداد: "الضوابط الشرعية لإستثمار الأموال": مؤتمر العلمي الأول حول "الإستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة"، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية-غزة ، 09/08 مايو 2005م، ص09.

² سورة المائدة ، الآية (17).

ثانيا: الضوابط القيمية والأخلاقية:

لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لمعيار الأخلاق وربطه ارتباطا مباشرا بالحياة اليومية الإقتصادية وبمختلف مجالات الحياة ؛ وخاصة المعاملات المالية فهي الأخرى حظيت بتوجهات ووجوب مراعاة الجانب الأخلاقي في شؤون المال على وجه العموم ؛ والضوابط الأخلاقية:" يقصد بها مجموعة المبادئ و القيم الأخلاقية الثابتة التي توجه المستثمر الواجب الإلتزام بها عند إستثماره ، و ذلك بغية تحقيق مقاصد الشرع المتمثلة في الحفاظ على استدامة تنمية المال ، وديمومة تداوله و تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد و الجماعة"¹؛ و الضوابط الأخلاقية لا بد منها للعملية الإستثمارية وذلك كي تجعل المستثمر يسعى للكسب المشروع و ابتغاء مرضاة ربه و يعمل على إخضاع إستثماره لمقاصد التشريع الإسلامي أهدافه من المعاملات المالية عامة، و من النشاط الإستثمار خاصة، وهذا بيان موجز عن هذه الضوابط و نذكر من أهمها :

أ- الإلتزام بالصدق و الأمانة : الصدق يقصد به إلتزام المسلم بقول الحق عند إستثماره أمواله بيعا أو شراءً، أما الأمانة فيقصد بها التزم المستثمر برد كل حق إلى صاحبه قل أو أكثر؛ ولا يأخذ من حقه ولا ينقص من حقوق الآخرين من ثمن أو أجر أو عمولة ؛ يعني أن يلتزم المستثمر أو المتعامل المالي بصفة عامة بالوفاء بالعقود بأمانة وصدق التي يبرمها مع الآخرين و ألا يخون أحدا بيعا و شراء.²

و الإلتزام بالصدق و الأمانة هو ضابط أساسي من ضوابط المالية الإسلامية التي تنبني عليها ضرورة تجنب المتعاملون الماليون الكذب والخيانة في تعاملاتهم و استثماراتهم مهما كانت الإغراءات ومهما كانت الظروف، ولذلك نجد أن النصوص من جانب الآخر حذرت من الوقوع أو التورط فيها لما يترتب على ذلك من مفسد كبيرة في الدنيا والآخرة، قال تعالى: ﴿إِنَّ الَّذِينَ يَفْتَرُونَ عَلَى اللَّهِ الْكُذِبَ لَا يُفْلِحُونَ﴾⁽¹¹⁶⁾ ³.

ب- الوفاء و الإلتزام بالاتفاقيات المبرمة : لعل من أهم أسباب نجاح المعاملات المالية على صعيد الأفراد و المجتمعات هو الوفاء و الإلتزام بالاتفاقيات المبرمة في كل جوانبها سواء التزم في مواعيد الاستلام و التسليم أو في مواعيد الدفع و التسديد أو غير ذلك مما يتفقون عليه و يشترطونه فيما بينهم.. و من أجل ذلك كان الوفاء مطلباً شرعياً أكدت عليه النصوص القرآنية و النبوية، و مما سبق نقول أن الضوابط الأخلاقية هي الكفيل الأول والضامن

¹: محمود محمد حمودة : الإستثمار و المعاملات المالية في الإسلام : مؤسسة الوراق لنشر و التوزيع ، عمان ، ط1، 2006م، ص50.

²: عبد الحفيظ بن ساسي : ضوابط الإستثمار في الإقتصاد الإسلامي: مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الإقتصاد الإسلامي، كلية علوم الإجتماعية و العلوم التسيير ، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007م-2008م، صص124-125.

³: سورة النحل ، من الآية (166).

الأهم في المحافظة على حقوق دون غش أو اختلاس أو كذب ؛ مما يعزز عاملي الوضوح والاستقرار في المعاملات المالية و المصرفية التي تدخل في إطار المالية الإسلامية؛ و الواجب الإلتزام بها من طرف المتعامل المالي أو المستثمر المسلم بالضوابط الأخلاقية يمنحه التميز عن غيره في السوق معه، فيزداد بذلك الطلب على عمله الاستثماري، ولأن الثقة (Trust) هي أساس الأخذ والعطاء المبادلات. و تساعد هذه المبادئ و الضوابط المستثمر المسلم في معرفة مكانته وحجمه في السوق التي ينشط اتخاذ القرار الاستثماري الملائم.¹

ثالثا: الضوابط الاجتماعية والاقتصادية:

ويقصد بهذه الضوابط الأمور أو المبادئ إن صح التعبير التي تنظم و تضبط التعاملات المالية و المصرفية على مستوى المصارف و المؤسسات و الشركات؛ و الأسواق المالية وتضمن العلاقات و التبادلات بين المتعاملين و المستثمرين دون الوقوع في الشبهات من جهة ولضمان تحقيق تطور وتنمية حقيقية للمجتمع من جهة أخرى، و هذه الضوابط كثيرة ومتعددة نقتصر منها على ما يلي:

أ- عدم التعامل بالمال عن طريق الربا: ويعد من أهم الضوابط الاجتماعية و الإقتصادية من حيث ما يترتب على عدم الإلتزام به من أضرار كبيرة سواء على صعيد العلاقات الاجتماعية أو التنمية الاقتصادية: فالربا في اللغة هو الزيادة مطلقاً²؛ أما اصطلاحاً: الزيادة في أشياء مخصوصة³،

و الربا محرم في الشريعة الإسلامية تحريماً صريحاً وذلك لأن الربا يعلم الإنسان الكسل و البطالة و اكتساب المال بغير جهد وهذا منفي للقيم الإسلامية التي تدعو إلى العمل⁴، وروى أبو هريرة رضي الله عنه أن النبي ﷺ قال " اجتنبوا السبع الموبقات " قالوا : وما هن يا رسول الله ؟ وذكر منها "....أكل الربا..."⁵، وقد جاءت ضرورة الإلتزام بهذا الضابط لما يخلفه الربا من أثار السلبية على مختلف المستويات خاصة على المستوى الإقتصادي وبما يخص المالية الإسلامية و ما تندرج تحتها من تعاملات:

وفي ذلك تبيان ما يلي :

- الفوائد الربوية تؤدي إلى عدم استقرار النظام المالي و المصرفي، و الإقتصادي عموماً ، حيث أن زيادة أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة التكاليف الإنتاجية -بما أنها جزء منها- ومن ثم زيادة أسعار السلع والخدمات المنتجة، وهذا

¹: زياد إبراهيم مقداد : المرجع السابق ،ص12.

²: الفيروز آبادي ، مرجع السابق ، ص 1687.

³: الصادق عبد الرحمن الغرياني : مدونة الفقه المالكي وأدلته : مؤسسة الريان، بيروت ، ج 3 ، 2002م ، ص351.

⁴: الطيب الداودي ، مهاوات لعبيدي: "أخلاقيات التمويل في الإقتصاد الإسلامي" : مؤتمر العلي الدولي الثاني حول : " دور التمويل الإسلامي غير ربحي(الزكاة و الوقف) في تحقيق التنمية المستدامة "، مخر التنمية الإقتصادية و البشرية في الجزائر ، جامعة سعد دحلب بالبلدية، يومي 21/20 ماي 2013م، ص02.

⁵: الإمام ابي الحسين مسلم ، صحيح مسلم ، باب بيان الكبائر و أكبرها ، ح. ر: 89.

بدوره يؤثر على القدرة الشرائية للمستهلك¹؛ بالإضافة إلى أن الفوائد الربوية تؤدي إلى سوء توزيع الثروة؛ حيث أن تسهيلات الإقراض تزداد مع زيادة قدرة المتعاملين والضمانات الممنوحة من قبلهم، وبالتالي تنحاز لهم زيادة أرباحهم المحققة من استخدام تلك القروض فتكون أكبر من الفائدة التي يدفعونها.

- إضعاف الحجم الكلي للاستثمار، فالفوائد الربوية تعيق نمو رأس المال مما يؤدي إلى إضعاف الحجم الكلي للاستثمار، يقول في ذلك الاقتصادي الألماني "سيليفيو جريل": "إن نمو رأس المال يعوقه معدل فائدة النقود، ولو أن هذه الفرملة أزيلت لتضاعف نمو رأس المال في العصر الحديث لدرجة تبرر خفض سعر الفائدة إلى صفر في فترة وجيزة"².

ب- عدم الاستثمار و التعامل بالمال عن طريق الاحتكار: لقد حرمت الشريعة الإسلامية الإحتكار و ذلك لما يجسده من فساد و ظلم و اعتباره أحد وسائل لأكل أموال الناس بالباطل؛ ولما له آثار سلبية على الإقتصاد بصفة عامة:³

- يحقق المستثمرون في الحالة العادية أرباحا عادية، أما إذا ساد الاحتكار فإن الوضع يتغير كما يشير التحليل الاقتصادي، و يؤدي بالمحتكرين أفرادا كانوا أو شركات (خاصة أو عالمية) إلى تحقيق ما يعرف بالأرباح غير العادية، و غالبا ما تتضاعف إلى حد يمكننا تسميتها بالأرباح الفظيعة.

- كما يدفع الاحتكار بالمستثمر و المنتج إلى التقليل من الإنتاج، و ذلك بغية التحكم في الأسواق و السيطرة عليها

و رفع الأسعار كيف يشاء، و وسيلة ذلك هي التحكم في الكمية المعروضة بالنقص المصطنع.

- إن الاحتكار و هو يهدف إلى رفع الأسعار بالتقليل من الإنتاج فإن ذلك يؤثر لا محالة على الكمية المشغلة بأن تصبح أقل مما يجب أن تكون إذا لم يكن هناك احتكار، و ذلك حتما يؤثر على الأجر و يحدده بأقل مما يجب أن يكون عليه في الحالة العادية.

¹: حسن سري: الاقتصاد الإسلامي (مبادئ، وأهداف، وخصائص)، مرجع سبق ذكره، ص163..

²: المرجع نفسه.

³: رفعت العوضي، ضوابط ومعايير الاستثمار في المنهج الإسلامي، مجلة البنوك الإسلامية، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، ع24، ديسمبر 1994 م، ص.

ت -عدم الاستثمار و التعامل بالمال في القمار و السلع المحرمة أو الضارة (عدم المتاجرة في المحرمات):لقد حرمت المالية الإسلامية توجيه الأموال و إستثمارها في المعاملات التي تحتوي على القمار و المحرمات كالإتجار في الخمر و المخدرات لقوله تعالى: ﴿ إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِنْ عَمَلِ الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ ﴾⁽⁹⁰⁾1.

وقد حرم النهج الإسلامي القمار و المتاجرة بالمحرمات للأثار التالية:²

- القمار هو وسيلة لسلب أموال الآخرين وتحقيق الربح السريع لمنظّميه بطريقة غير مشروعة .

- يقوم القمار بحجب رؤوس الأموال عن ميادين الاستثمار و الإنتاج ، فهو يغري متعاطيه بالأرباح الطائلة ، و التي تتحقق من غير جهد استثماري و إنتاجي يعود بالفائدة الإقتصادية على المجتمع من توظيف للطاقات و امتصاص البطالة.

- كما يترتب عن القمار و المتاجرة بالخمر و المخدرات آفات إجتماعية و ارتكاب الجرائم و الفساد الإجتماعي.

ج- إجتناّب المعاملات التي تحتوي الغش و الغرر : عرف "محمد أنس الزرقا" الغش بأنه : " كل عمل أو قول يخدع المتعاقد، فيجعله يرضى في العقد بما لم يكن ليرضى به لولا ذلك"³ : وقد نص الإسلام على إجتناّب الغش و تحريمه، لما له من المخاطر متزايدة التي تفسد المجتمع، خاصة بعد التطور المستمر لأساليب الإعلان و الدعاية المغرية و التي كثيرا ما تحجب المساويء و المضار .

د- إجتناّب الضرر: ويقصد به إلتزام المتعامل المالي أو المستثمر بممارسة نشاطه و قيامه بالمعاملات المالية في دائرة العدل و الوفاء دون أن يمارس نشاطه في المجالات المحرمة التي تنتج وتروج المحرمات و التي تحدث أضرارا على عموم المجتمع أو أحاده، فريح المستثمر على حساب المجتمع أو فرد من أفراد مرفوض في النهج الإستثماري المالي الإسلامي . ومن هنا إبراز أهم الصور التي تنتج عن عدم إجتناّب الضرر و العمل به وما يلحقه بالمجتمع و الأفراد المتعاملين المستثمرين منهم و المنافسين ، فيما يلي:

* النهي عن البيوع التي تلحق ضررا بالمنافسين : وذلك أن المنهج الإسلامي للاستثمار ينهى عن جملة من البيوع التي تؤدي بالضرر يسعى إلى تنظيم و ضبط النشاطات الاستثمارية، وسير معاملاتها تحت مظلة اجتناب الضرر، ومن تلك البيوع بيع تلقي الركبان و، النهي عن بيع الرجل على بيع أخيه أو أن يسوم على سوم أخيه ، و بيع النجش .

¹: سورة المائدة، من الآية (90).

²: عبد الحفيظ بن سامي : المرجع السابق ، ص100.

³: محمد أنس الزرقاء: "قواعد المبادلات في الفقه الإسلامي" : مجلة بحوث في الإقتصاد الإسلامي، الجمعية الدولية للإقتصاد الإسلامي، ع02، المجلد 01، 1991م.

* النهي عن المعاملات المؤدية إلى عدم سيادة سعر المثل: وذلك حيطة من وقوع الضرر النهي عن البيع بأقل من سعر المثل ، كالنهي عن تعمد إغراق السوق بالسلع مما يؤدي إلى انخفاض السعر، و القضاء على كل المنافسين خاصة الصغار منهم .

هـ- النهي عن الرشوة : تعرف بأنها " دفع المال لصاحب الجاه ليكون عوناً على أمر لا يجوز"¹، فهي إذن فرض مقابل غير مشروع للحصول على منفعة معينة، وهي ممارسة غير مقبولة ناتجة عن تعسف في استعمال السلطة، واستغلال الموظف لسلطته التقديرية وخبائته للأمانة سعياً وراء تحقيق دخل إضافي بطريقة غير مشروعة. و الرشوة أحد أكبر المفاصد الإجتماعية و الإقتصادية التي حرمها الإسلام تحريماً قطعياً، فعن عبد الله بن عمرو رضي الله عنهما قال: لَعَنَ رَسُولُ اللَّهِ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ الرَّاشِيَّ وَالْمُرْتَشِيَّ"²، وذلك لما تسببه من فساد إجتماعي و اختلال في التوازن الإقتصادي و لا بد أن نستعرض بعضاً من أبرز النتائج الوخيمة التي تخلفها آفة الرشوة وذلك فيما يلي:³

* بالنسبة للمجال الاستثماري: حيث أن المجال الاستثماري الذي تُسير الرشوة معاملاته لا محالة من أن تتفشى فيه - وبجلاء- كل مظاهر الفساد، فتتعدم الجودة والثقة، وتمحى كل معاني الإتقان والكفاءة والتخصص...

* بالنسبة للمنافسين: لا يتولد لديهم إلا التذمر من ضياع حقوقهم، و يتعزز عندهم الشعور بسلوك نفس الطريقة. هذا على أقل تقدير إن لم تتطور الأمور إلى أبعد من ذلك.

بالنسبة للمجتمع: فماذا تنتظر من مجتمع تضيق فيه الحقوق، فلا ترى فيه إلا مظاهر التذمر وعدم الاحترام للقانون والنظام العام، والدولة عموماً، وتغدو الحياة الاجتماعية مفتوحة على مصراعها لكل صنوف الآفات من تخلف وجهل، وإعراض عن التعلم والتكوين لاكتساب المهارات، فتسود البطالة لأن الكسب ليس مربوطاً بالجهد (فكرياً أو عضلياً) .

¹: الصادق عبد الرحمن الغرياني، المرجع السابق، ص132.

²: الإمام أبو داود، سنن أبي داود، كتاب الأفضية، باب في كراهية الرشوة، ح: 3580.

³: عبد الحفيظ بن ساسي : المرجع السابق، ص105-107.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الإسلامية: الماهية، آليات العمل و الشروط الضابطة

تعتبر الأسواق المالية نظام تتجمع فيها طلبات الشراء والبيع للأدوات المالية ولهذا تعد إقامة السوق المالية الإسلامية أحد التحديات الكبرى في طريق تطبيق نظريات الاقتصاد الإسلامي، ولإقامة هذه السوق يتطلب الأمر شروطاً أساسية للوصول إلى سوق كفاء يتسم بمصادقية شرعية وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث ضمن أربعة مطالب، حيث نتناول في الأول منها مفهوم الأسواق المالية الإسلامية وأهم المبادئ التي تقوم عليها، وفي المطلب الثاني نستعرض أنواعها، أما المطلب الثالث فسنسلط الضوء على أهميتها العلمية والعملية وأهم وظائفها، أما المطلب الأخير فسنوجز فيه أهم الشروط والضوابط اللازمة لقيامها.

المطلب الأول: مفهوم ومبادئ عمل السوق المالية الإسلامية

تنوع وتختلف التعاريف المقدمة للأسواق المالية من منظور إسلامي عند العلماء والباحثين على حد سواء، وذلك حسب موضوعها ونوعها، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من المفهوم الاصطلاحي الوضعي لها ويصيغه في إطار شرعي إسلامي وفيما يلي بيان لذلك:

أولاً: أهم التعاريف لسوق المالية الإسلامية:

لقد تعددت وجهات النظر حول ماهية الأسواق المالية الإسلامية المقدمة من قبل المنظرين الإقتصاديين والمتخصصين الماليين والفقهاء المعاصرين، فقد ذهب الإقتصادي كمال حطاب إلى تقسيم معنى السوق المالية إلى صنفين، أحدهما ضيق والآخر واسع، فالمعنى الضيق: ينحصر في السوق المالي أو بورصة الأوراق المالية؛ أما المعنى الواسع: فهو يضم مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لأجلها القصيرة أو المتوسطة أو طويلة الأجل بين أفراد المجتمع ومؤسساته وقطاعاته.¹

وفي ضوء المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح السوق المالية الإسلامية يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية، فلا يمكن وجود سوق للأوراق المالية الإسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية ولا توجد تلك الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها.

أما أحمد السعد فيرى بأنها: "سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة، تهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية

¹ كمال توفيق حطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 2005، ص2.

الاقتصادية والاجتماعية".¹

وعرفها أحمد محي الدين على أنها: "السوق المنظمة التي تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعاً وشراءً 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 شرعاً وبصيغ مشروعة".²

ويعتبرها آخرون على أنها: "ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز، ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تثمير الأموال في إطار شرعي".³

ومما سبق يمكننا تقديم تعريف شامل للسوق المالية من منظور إسلامي على أنها: "ذلك الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات والأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال، يتولى إدارته والإشراف عليه هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي".

ومن هذا التعريف نجد أن السوق المالية الإسلامية تمتاز بخصائص معينة أهمها ما يلي:

1- خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية: وهذه الخاصية تعتبر أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، ولهذا ينبغي أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي (الربا، الغرر، القمار..)؛ وبالإضافة إلى ذلك، فهي سوق تقل فيه المضاربة غير السليمة (Excessive Speculation) على أسعار الأوراق المالية بدرجة كبيرة جراء الحظر التشريعي لكثير من المعاملات التي تعتبر محلاً لعمليات المضاربة.⁴

2- خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية: حيث تتميز هذه الأسواق عن غيرها بمزايا عديدة من أبرزها، وجود هيئات الرقابة الشرعية والتي تعرف على أنها: "جهاز مستقل من الفقهاء الشرعيين والاقتصاديين المتخصصين، يعهد إليهم توجيه نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية ومراقبتها والإشراف عليها، للتأكد من التزامها

¹: أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، ط2008، ص12.

²: أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط1995، ص24.

³: مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في السوق الأوراق المالية الإسلامية، مجلة جامعة بسكرة، الجزائر، ع13، جوان2013، ص271.

⁴: أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط2006، ص151.

بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تكون فتاويها ملزمة لتلك المؤسسات".¹

3- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية : تتيح السوق المالية الإسلامية الفرص للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة، من إصدار أدوات مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية وقابلة للتداول في هذه السوق.²

4- الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متوازن: حيث تضم السوق المالية الإسلامية سوقين مهمين هما السوق الأولي والسوق الثانوي، فالسوق الأولي: هو السوق الذي تباع وتشتري فيه أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأول مرة، والسوق الثانوي: هي السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، ومنه فإن السوق المالية الإسلامية تهتم بالسوقيين معا على أساس أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة، ولا تركز على حجم تداول الأدوات المالية باعتباره مؤشرا هاما لتقدير مدى كفاءة السوق المالية.³

ثانيا: المبادئ الحاكمة لآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية:

تعد السوق المالية إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة، لأنها توفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية والتوازن بين هذه الأهداف، ولهذا تم استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لكي يتسنى لجمهور المتعاملين المسلمين التعامل بهذه السوق بدلا من حرمانهم من فوائدها ومميزاتها؛ ونعرض فيما يلي أهم مبادئ هذه الأسواق:⁴

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق، حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شرط أساسي للمنافسة الكفؤة وهذا ينطبق على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية.

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور الاحتكار، لكن في السوق

¹: أحمد محي الدين أحمد، الحدود الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكيد من الالتزام بأحكام الشريعة، مجمع أبحاث المؤتمر الثاني للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، سنة 2003م، ص5.

²: شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة لنيل متطلبات الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، سنة 2013م/2014م، ص30.

³: أحمد سفر، المرجع السابق، ص152.

⁴: زايدي عبد السلام، الهندسة المالية: مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص14.

الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، مثل المشاركات والبيوع وغيرها من العقود.

3-المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقة، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية و آلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامي.

المطلب الثاني:أصناف الأسواق المالية الإسلامية

تمثل السوق المالية الإسلامية الوسيلة التي يلتقي من خلالها المدخرون والمستثمرون، لغرض التعامل بالأصول الشرعية المختلفة لفترات متباينة، وذلك وفق سياسات معينة وطرق متنوعة تتوافق مع أحكام الشرعية الإسلامية. وعليه يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى عدة أنواع كما يلي:

أولاً:أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها:

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها إلى:

1- سوق النقد الإسلامي: تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية فقد عرفت ووفق المفهوم التقليدي بأنها: "سوق الاستثمار قصير الأجل الذي لا يتجاوز فيه أجل استحقاق الأوراق المالية سنة واحدة، وفيها يلتقي العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل فإن ليس لهذه السوق مكان خاص بها ومحدد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، حيث يتم من خلال السماسرة المتخصصين أو المصارف التجارية، إما بالتقاء مباشرة أو بواسطة وسائل الاتصال المختلف(الهاتف)".¹

وتجدر الإشارة إلى أن وجود سوق نقدية منظمة ومتطورة ضروري ومهم جدا بالنسبة للاقتصاد الوطني في أي بلد، كما لها أهمية أيضا بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية، تتمثل في كونها مصدرا للتمويل قصير الأجل، حيث أنها تمنح للمقترضين الفرصة في الحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الراغبين في الحصول على درجة عالية من الأمان، من خلال استثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة، وحيث أن أهم مؤسسات السوق النقدية هي المصارف التجارية والمصارف المركزية، فإنه يمكن للمصارف التجارية ومن خلال هذه السوق توظيف بعض أموالها بشكل سائل وآمن، كما أنها تعتبر منفذا لاستعمال أموالها الفائضة مؤقتا مما يساعدها على الاحتفاظ باحتياطي ثابت ومنخفض، أما بالنسبة للمصرف المركزي فيمكنه ومن خلال هذه السوق

¹: مبارك بن سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص64.

التأثير على كمية وسعر الأموال السائلة تبعاً للسياسة النقدية التي يقوم بتنفيذها.¹

2- سوق رأس المال الإسلامي: يعتبر سوق رأس المال الإسلامي السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة، حيث يعمل هذا السوق بتجميع وتعبئة الموارد المالية من الوحدات المدخرة الباحثة عن الاستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.²

ثانياً: أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول:

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى ما يلي:³

1- السوق الأولية: ويقصد بها تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، وذلك لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصاً أي مقصوراً على المؤسسين، أو عاماً وذلك بطرح بعض أو كل الإصدار إلى الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثّلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها.

2- السوق الثانوية: وتسمى أيضاً سوق التداول، وفيها يتم تداول الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، والصكوك الإسلامية...)، فالسوق الثانوية هي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إما لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، ومنه يمكن اعتبار السوق الأولية سوق استثمار حقيقي، أما السوق الثانوية سوق استثمار مالي.

المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية الإسلامية وأهم وظائفها

أولاً: أهمية قيام السوق المالية الإسلامية.

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساساً لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم، يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية، وظهرت هذه الفكرة منذ حوالي عقدين من الزمن، وأول من طرح هذه الفكرة هو (سامي حمود) في ندوة البركة الثانية في تونس عام 1984م، حيث اقترح

¹: أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط2000، ص 31 .

²: أحمد معي الدين أحمد، حدود الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكيد من الالتزام بأحكام الشريعة، المرجع السابق، ص31.

³: شافية كتاف، المرجع السابق، صص17-18.

تداول الحصص الاستثمارية في 1987/06/05م، ثم شركة الأمين للأوراق المالية في 1987/06/28؛ ومن هنا توصلت الندوات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي، وإعادة النظر في طبيعة النظام المالي العالمي وإصلاحه بما يجنب العالم ويلات أزمات أخرى مقبلة، ولا يتم ذلك إلا من خلال تبني أسس جديدة لنظام مالي عالمي إسلامي جديد يضمن حماية أموال الأمة من الضياع والاقتصاد من الانهيار.¹

وما صمود المصارف الإسلامية خلال تلك الأزمات إلا دليل واضح على نجاعة النظم المالية الإسلامية، إلا أن المصارف الإسلامية تعاني من ضآلة حجم استثماراتها طويلة ومتوسطة الأجل، وتركيزها على الاستثمارات قصيرة الأجل، مما لا يؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة، ولذلك لابد من توفر سوق مالية إسلامية تساعد في عملية امتصاص وطرح السيولة المطلوبة حين الحاجة إليها، فتعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ولذلك فهي تحظى بأهمية كبيرة خاصة بالنسبة لدول الإسلامية، وعليه فإن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يلي:

1- تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: حيث تعمل هذه الأسواق على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، ولنجاح السوق المالية الإسلامية وتحقيق أهدافها، يجب أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية.²

2- التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي: تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من قيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية. ومنه المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي.³

3- المساهمة في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية: وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي، حيث أن التنمية الاقتصادية تتطلب تجميع رؤوس أموال ضخمة قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها وتأمينها، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل و الأنسب والبديل الأفضل الذي تلجأ إليه الحكومة والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها.

¹: سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ع21، السنة السابعة، ص.ص 57-60.

²: زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط2009، ص 236

³: أشرف دوابه، نحو سوق مالية عربية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "التجارة العربية البنية والتكامل الاقتصادي العربي"، الأردن، ط2004، ص152.

4- إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج: بالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، فإن هناك مجالات استثمارية من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية مثل المشاريع الزراعية في الجزائر، كما يمكن لهذه السوق أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوظيفها في المشاريع المحلية والتي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية. ومن خلال كل هذا أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.¹

5- قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة: فالاقتصاد الإسلامي لا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل بل يعتمد على اقتصاد مشاركة، ولذلك فإن السوق المالية الإسلامية هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع، وعليه فإن الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة يحقق العدالة في توزيع الدخل من جهة، و تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار من جهة أخرى ومنها السوق المالية الإسلامية، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته .

لأنها توفر الصيغ التي تمكّن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع²: بالإضافة إلى أنه ومن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن تحقيق العدالة في توزيع الدخل وذلك عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، خاصة أسلوب المشاركة الذي يقوم على توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وبدون شك فإن أفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار السوق المالية الإسلامية .

6- توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: السبب الأساسي لقيام السوق المالية الإسلامية، يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلاءم ويواكب طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي الزيادة في قدرة هذه المصارف والتوسع في استثماراتها وهذا ما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية.

¹: أحمد الكساسبه، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: " التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991م، ص76.

²: محمد علي القري، نحو سوق مالية إسلامية، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، ع01، م01، سنة 1993، ص 12.

ويمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللابوية أمام المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية ويمكنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من المصارف والمؤسسات المالية التقليدية.¹

ثانيا: وظائف السوق المالية الإسلامية:

تحتل السوق المالية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خاصة الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال ما يمكن أن تقوم به من وظائف مختلفة وأدوار متعددة، ويمكن توضيح أهمها فيما يلي:

1- تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد: تعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة والوحدات الاقتصادية المنتجة، حيث أن الأولى (الوحدات الاقتصادية المدخرة) ترفض كل أشكال التعامل الربوي، أما الثانية (الوحدات الاقتصادية المنتجة) تبحث عن التمويل اللاربوي²، من خلال هذه الوظيفة فإنه ينبغي على السوق المالية الإسلامية القيام بما يلي:

✓ منح الفرص للمدخرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لإقامة مشروعاتهم أو التوسع فيها.

✓ تعتبر أداة لتوجيه المدخرات الوطنية في البلاد الإسلامية من التوظيف (استثمار سلبية كسواء عقارات) إلى الاستثمار المنتج (استثمار حقيقي) في مختلف الأصول الرأسمالية المنتجة.³

✓ كما تساهم السوق المالية الإسلامية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم الدول بالافتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية، وتتمكن من تعبئة رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والمصارف عن توفيرها.⁴

2- توفير السيولة: باعتبار أن السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحررة، فإنه يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية بأفضل سعر ممكن وأدنى تكلفة ممكنة؛ وتظهر أهمية سيولة السوق المالية الإسلامية وذلك عند مقارنة استثمار الأموال في الأسواق المالية وعملية استثمارها في أشكال أخرى

¹: أشرف محمد دوابه، المرجع السابق، ص154.

²: أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، ط2005م، ص 02.

³: محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، سنة 2007، ص16.

⁴: أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، مؤسسة الرسالة الناشر، لبنان، ط2004، ص93.

كالعقارات مثلا.¹

3- السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية: تعتبر السوق المالية الإسلامية مكانا لإتمام الصفقات بشفافية أكثر ، أي أن تحديد الأسعار على أساس الموضوعية وبصورة واقعية ويتم تحديد الأسعار من خلال التقاء قوى العرض والطلب عبر المفاوضة أو المزايدة، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة.

4- تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول: تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع الخيارات الاستثمارية و توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تمنح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية وبما يتناسب مع حاجته لتحقيق الربحية والسيولة والأمان، و تقوم الربحية في النموذج الإسلامي على مبدأ المشاركة في الغنم والغرم، ولذلك تتولى الشركات دراسة واختيار المشروعات الاستثمارية الجيدة والمنتجة.

المطلب الرابع: شروط قيام الأسواق المالية الإسلامية

إن السوق المالية الإسلامية لن يتحقق بمجرد إصدار قرار لإنشائه وإنما يجب تحقيق متطلبات النجاح متمثلة باستيفاء عدة أنواع من الشروط الأساسية الواجب توفرها في كافة أطراف السوق المالي الإسلامي (السوق، الوسطاء الماليين، المستثمرون...) فإنه في جميع هذه الأطراف يجب أن تتحقق مجموعة من الشروط الكفيلة بنجاح السوق المالية الإسلامية بما يحقق المصادقية الشرعية، والربحية الاقتصادية، والكفاءة المهنية والفنية، وفيما يلي تفصيل لذلك:

أولاً: الضوابط الشرعية لقيام السوق المالية الإسلامية.

مما لا ريب فيه، أن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وفق منهج يضمن لها أن تلبى احتياجات حقيقية لاقتصاديات الدول الإسلامية، إلا أن مجرد التزامها بهذا المنهج وحده لن يضمن لها أن تؤدي دورها بالكفاءة المطلوبة، ولذلك يجب إقرار الخطط اللازمة من أجل ترقية أداء الهياكل وتطوير الإدارة، وإقامة السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها الشروط التالية:²

¹: أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي مرجع سبق ذكره، ص38.

²: راند نصري، خديجة شوشان، تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي التاسع حول: "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"، دم، دس، ص28.

1- إعلان التزامها بالشريعة الإسلامية نصوصاً ومقاصداً وأحكاماً: وذلك من خلال مراعاة تطبيق قواعد الشريعة الإسلامية وأصولها وأحكامها التي قررها علماء التشريع الإسلامي في إنشاء السوق المالية الإسلامية، وقواعد عملها والإصدارات والتداولات التي تتم فيها، فالسوق الإسلامية وإن كانت حرة من حيث إفساحها المجال للمتعاملين بالتعامل كيفما شاءوا لكنها تمنع ما يؤول إلى توزيع غير عادل للثروة نتيجة الاحتكار أو الاستغلال أو إساءة الائتمان.

2- الإباحة الشرعية: أي أن تكون الأدوات المالية في السوق المالية الإسلامية (أسهم، صكوك، أذونات، سلع إذا كانت بورصة سلع...)، متوافقة مع الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً.

3- تكافؤ أطراف العقد: فإن أي عقد حتى يكون صحيحاً ومنتجاً ومحققاً لغاياته الشرعية والاقتصادية يجب أن يكون قائم على قاعدة التكافؤ بين أطراف العقد، بمعنى أنه لا يجب أن تميل اختصاصات والتزامات العقد لصالح طرف على حساب طرف آخر، فإذا كانت العقود تجري بهذه الطريقة (الميلان وعدم التكافؤ) هذا يؤدي إلى وجود ظلم وأكل لأموال الناس بالباطل من الناحية الشرعية. ومن الناحية الاقتصادية يؤدي إلى استغلال واستنزاف الموارد واحتكارها، وبالتالي ينبغي في سوق مالية إسلامية أن تكون قواعد العمل تكفل أن يكون تكافؤ أطراف العقد بقدر مناسب لتحقيق العدالة.

4- موافقة الغرض من الأداة المالية وطريقة استغلالها واستثمارها مع الشريعة الإسلامية: وذلك من خلال تحديد الأغراض المسموح إصدار الأدوات المالية لأجلها، وتحديد مواصفات الغرض التي هي جزء من الشروط الشرعية، كأن يكون الغرض مباحاً، وأن ينتج الغرض قيمة مضافة، وبالتالي لا تقبل السوق المالية الإسلامية إصدار صكوك وأدوات مالية لتغطية أغراض اقتصادية أو استثمارية غير محتاج لها أو غير مناسبة للوضع الحالي أو للمرحلة الاقتصادية الحالية، في حين أن الدولة محتاجة لدعم قطاع الصناعة والقطاع العقاري وما إلى ذلك، لأن الغرض قد يتغير في لحظة معينة، ففي دولة اقتصادية منتعشة وقوية لا مانع من استيراد المسليات والمرفهات وما إلى ذلك، لكن في ظل دولة اقتصادية لها مشكلة في دفع الرواتب لا تصدر أدوات مالية وصكوك تغطي هذا القطاع، وهنا يأتي دور الرقابة والتدقيق الشرعي وتحقيق الكفاءة الاقتصادية، لأنه يجب تخصيص الموارد للأكفأ.

5- خلو التعاملات من الربا الذي حرّمته الشريعة: أي منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا في قليل أو كثير، وأنها لن تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين أو بالمجتمعات الإسلامية وإنما صدرت من قبل شركات أو هيئات ذات سمعة محمودة في الأوساط الإسلامية والاقتصادية أو عن طريق بعض البنوك الإسلامية، فالربا فيه أكل لأموال الناس بالباطل وما يسببه من أضرار جسيمة ومدمرة للمجتمع اقتصاديا واجتماعيا وسياسيا، وهو سبب رئيسي لحدوث الأزمات والفساد المالي والإداري على مستوى محلي ودولي وأحد الأسباب الرئيسية لظاهرة التضخم.¹

و يشترط خلو السوق المالية الإسلامية من الربا أن تتم عقود المبادلات أو أسواق العملات وفقا للأحكام والضوابط الشرعية، بحيث تكون خالية من كل أنواع الربا وعلى هيئات الرقابة الشرعية التدقيق للتأكد من خلوها من الربا، كما يشترط في إصدار الأدوات المالية أن لا تكون لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح.

6 - الخلو من الغرر: الغرر هو ما كان مجهول العاقبة، يمكن القول أن بيع الغرر هو البيع الذي يتضمن خطراً يلحق أحد المتعاقدين فيؤدي إلى ضياع ماله، كما يقصد به البيع المبني على الجهالة والمخاطرة وما يترتب عليه ضرر يلحق بالبائع والمشتري، وحكمه في الشرع البطلان، إذ لا يجوز شرعا إبرام عقد أو اشتراط شرط فيه غرر يفسد المعاملة والغرر الذي تضمن خداعا أو تدليسا حرام ومنهني عنه.²

7- الخلو من الاحتكار أو ما يؤول إليه: فإن كل ما أضر بالعامّة حبسه فهو احتكار، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار، وجعلته محرماً.

8- الخلو من الغبن: ويقصد به أن يكون أحد البديلين في عقد المعاوضة لا يساوي الآخر في القيمة، أي أن يكون أقل من قيمته أو أكثر منها و ينتج الغبن عن ممارسات غير مشروعة في السوق المالية كالخدعة، النجش، الغش، الكذب والتغريب.³

¹: جمال لعمارة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي: 21/22 نوفمبر 2006، ص 07.

²: عبد الحفيظ فرغلي علي القرني، البيوع في الإسلام، الصحة للنشر والتوزيع، القاهرة، ط1، سنة 1987م، ص 117.

³: عبد الحق حميش، الحسين شواط، فقه المعاملات المالية، دار البيارق، بيروت، ط1، سنة 2001م، ص 23.

ثانيا: الشروط المهنية لقيام السوق المالية الإسلامية.

إذا ما تمت العودة إلى الأطراف المشاركة في السوق المالية الإسلامية، فإننا ندرك أنه ليس كل أصل مالي أو أداة أو ورقة مالية صالحة للتعامل بها في السوق المالية الإسلامية، بل الواجب التحقق من كونها أدوات ملكية حقيقية، لا غش فيها ولا خداع، تمثل قيمة عادلة، وهذه الأهداف لا تتحقق إلا بتوفر مجموعة من الشروط المهنية، وهي تلك الشروط المتعلقة بالأبعاد المحاسبية، والإدارة المالية للأصل المالي أو للأداة أو الورقة المالية المتداولة وللجهة الصادرة عنها، ومن ثم فإن هذه الشروط يجب الوفاء بها من قبل الجهة المصدرة كالشركات مثلا، ومراعاة تحققها في الأدوات ذاتها، وهذه الشروط يجب التأكد من تحققها من قبل جهتين إشرافيتين على الأقل وهما:¹

1- هيئة الرقابة الشرعية للجهة المصدرة: وهذا يتطلب أن يكون أعضاء هيئة الرقابة مؤهلين للقيام بهذه

المهمة، لا مجرد مفتين للجهة المشرفين عليها.

2- إدارة السوق المالية الإسلامية: والتي يجب عليها عدم السماح لجهة ما بالعمل من خلال السوق إلا بعد

استيفائها للشروط المهنية.

ويمكن لهذه الدراسة بيان أهم الشروط المهنية اللازم تحققها سواء في الجهة المشاركة في السوق المالية الإسلامية،

أو ما يتم تداوله من أدوات تابعة لها على النحو التالي:

1- تحديد الأدوات المالية الإسلامية المرخص إصدارها (الأسهم الجائزة شرعا، الصكوك الإسلامية، وحدات

الصناديق الاستثمارية)، تحت إشراف هيئات رقابية إشرافية شرعية.

2- التأكد من التزام الأطراف المشاركين في السوق المالية بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة

للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)، كلٌّ بحسب موضوعه، وأن يتم الاستعانة في سبيل ذلك بالإفصاح ، وتقارير

المراجعين والمدققين الشرعيين الداخليين منهم، والخارجيين.

3- تحديد معيار كفاية رأس المال لتصكيك الصكوك والاستثمارات العقارية، وللأدوات المالية التي يكون لها جانب

اتتماني. بحيث تقوم الجهات المالية الإشرافية بتحديدده، وتقوم الجهات المصدرة بتطبيقه.

ثالثا: الشروط الفنية لقيام السوق المالية الإسلامية.

ويقصد بالشروط الفنية: تلك الإجراءات أو المتطلبات المتعلقة بالقضايا الإدارية والتنظيمية لإنجاح إصدار

وتداول الأصول المالية على أنواعها المختلفة في السوق المالية الإسلامية، بحيث تتكفل بمهمة تحقيق هذه الشروط

¹: رائد نصري، خديجة شوشان، المرجع السابق، ص05.

الهيئات الإدارية المشرفة على السوق المالية في ظل الاقتصاد الإسلامي، إذ تكون هذه الشروط محل التزام من قبل المتعاملين بالسوق المالي الإسلامي من الجهات التي تصدر عنها الأدوات المالية الإسلامية التي سوف يتم تداولها سواء كانت دولة أو شركة أو مؤسسة أو بنك أو جهة وساطة مالية، بحيث تمنع الهيئات المشرفة على السوق من إدارة وهيئات إشراف من لم يستكمل هذه الشروط العمل في السوق المالية، بل يمكن إيقاع عقوبات على المتهربين من ذلك.

وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى مجموعة الشروط الفنية التالية:

- 1- إلزام الجهات الراغبة بإصدار أدوات أو أوراق مالية كالشركات بتقديم كافة المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار من قبل المستثمرين.¹
- 2- أن يتم تداول الأدوات المالية الإسلامية عن طريق العقود والمعاملات الجائزة شرعا، كالعقود الفورية وبطريقة يتم فيها اجتناب مفسدات العقود من مثل الربا أو الخداع أو الغرر أو الغبن أو التدليس أو غير ذلك.²
- 3- شرط الضبط: ونقصد بشرط الضبط هو ضمان قيام المعهود إليهم بشؤون الضبط والعمالين في السوق المالية الإسلامية والمرتبطين بها بأية صفة وظيفية هامة، بأداء ما أسند إليهم من الأدوار بفاعلية وعلى نهج يتسق مع الشريعة الإسلامية، ويرتبط شرط الضبط بعدة جوانب منها ما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية، ومنها ما يتعلق بمختلف الأدوار المنوطة بالأطراف الأخرى التي تضطلع بدور وظيفي يتصل بأعمال السوق المالية الإسلامية، وهذه الأدوار تؤثر على النهج الذي تسلكه السوق المالية الإسلامية في صياغة وتنفيذ ومراقبة استراتيجيات عملها وسياساتها وأنظمتها الرقابية.³

ولكي يكون هيكل الضبط فاعلا تحتاج إدارة السوق إلى تحديد الخصائص المميزة لنموذج أعمالها، وأهمها ما يلي:

- 1- الالتزام الشرعي: إن السوق المالية الإسلامية تنشأ من أجل مساعدة المستثمرين على توظيف أموالهم بصيغ مفيدة وموائمة للشريعة الإسلامية، وقرار الاستثمار لدى سوق مالية إسلامية ما أو التعامل معها دون غيرها، يتم التوصل إليه عبر تقييم مدى قدرة تلك السوق على إخضاع عملياتها بدرجة صارمة لضوابط الشريعة الإسلامية.

¹: أحمد محي الدين، الأسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص: 622-623.

²: حنيني محمد، تحويل بورصة الأدوات المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، ط2010م، ص124.

³: رائد نصري، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص14.

- 2- تعزيز الثقة: إن صناعة الخدمات المالية الإسلامية هو مجال تعتبر فيه الثقة عنصرا أساسيا، فالثقة هي حجر الزاوية لنشاط السوق المالية الإسلامية، كما أن الممارسة السليمة للضبط تؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور، لذا ينبغي التنبه إلى ذلك من قبل المعهود إليهم بشؤون الضبط والقادرين على التأثير عليهم.
- 3- قواعد السلوك وأخلاقيات العمل وثقافته: ينبغي على السوق المالية الإسلامية تبني سياسات وإجراءات وممارسات موائمة للشريعة الإسلامية، لتكريس الالتزام بالقواعد الأخلاقية السليمة، والسلوك المستشعر للمسؤولية لدى أعضاء مجلس الإدارة وأعضاء هيئة الرقابة الشرعية والإدارة والعاملين في السوق.
- 4- وضع آلية فعالة لضمان ومراقبة الالتزام بالضوابط: ينبغي أن تضع إدارة السوق المالي آلية فاعلة لضمان ومراقبة الالتزام بالضوابط والشروط الموضوعية من طرفها لضمان تحقيق أهدافها.

خلاصة الفصل

تعبر المالية الإسلامية عن جميع الأنشطة و المعاملات المالية و المصرفية التي تتوافق مع الأحكام الشرعية، كما يتسم التمويل فيها بالمرونة من حيث الأساليب وإجراءات التطبيق ليتلاءم مع ظروف كل زمان ومكان، و ذلك من خلال ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية من منتجات و آليات نموذجية توافق المقياس الإقتصاد الإسلامي وتحقيق العلاقة و التوافق بين المصدقية الشرعية و الكفاءة الإقتصادية وذلك عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية في تقليل المخاطر و تجنب الأزمات من جهة، و تخفيض تكاليف المعاملات المالية و المصرفية من جهة أخرى؛ وتتوفر الصناعة المالية الإسلامية على تشكيلة متنوعة من المنتجات المالية المستحدثة التي تلي الاحتياجات التمويلية كالتورق المصرفي وإجارة الموصوفة في الذمة وشهادات الإيداع القابلة للتداول، والتي تغطي الاحتياجات الإستثمارية كالصكوك بأنواعها المختلفة، إضافة إلى المنتجات التي تحقق أغراض التحوط كالمشتقات المالية، وكل هذا ينطوي من خلال المبادئ و الأسس المستمدة من القرآن الكريم و السنة المطهرة التي تلتزمها المالية الإسلامية على مستوى المؤسسات و الأسواق المالية و الضوابط الشرعية التي تنظم مختلف المعاملات الخاصة بالإستثمار و التمويل وقد قمنا بذكرها في هذا الفصل كالتالي:

- ضوابط عقدية و التي تتعلق بالمبادئ الراسخة في وجدان الفرد و الموجهة لتصرفاته المالية.

- الضوابط القيمية و الأخلاقية و التي تهتم بالقيم الأخلاقية في جميع المعاملات و تتجلى في : الصدق، الأمانة،

الوفاء، العدل ، الإحسان.

- الضوابط الإجتماعية و الإقتصادية و التي تهدف إلى تحقيق التنمية و التطوير و التي تخص : تحريم الربا،

إجتنب التعامل بالإحتكار، إجتنب الغش و الرشوة بالإضافة إلى تحريم التعامل بالمحرمات و القمار

كل هذا جاء تحريمه لما تسببه من آثار سلبية تمس مختلف الجوانب الإقتصادية و الإجتماعية، ولقد جاءت

الأسواق المالية الإسلامية كأحد التحديات الكبرى في طريق تطبيق النظريات الإقتصاد الإسلامي و النهج الإستثماري

الإسلامي من خلال المبادئ و الشروط التي تفرضها في إنشائها التي توافق المصدقية الشرعية.

الفصل الثالث: قياس مدى التقارب بين مؤشرات داو جونز الإسلامي و الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي

خلال الفترة: (2014/12/31-2005/01/01)

تمهيد

تعد مؤشرات الأسواق المالية مقياسا حقيقيا لأداء الأسواق المالية سواء في البلدان النامية أو المتقدمة فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق، لكون المؤشر يتكون من شركات تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلا على أنها تهدف إلى جذب قدر كبير من المستثمرين و المتعاملين في سوق الأسهم الإسلامية أو التقليدية وتمكينهم من الاستفادة من مدى كفاءتها وإمكاناتها لإتاحة فرص الاستثمار والتنوع في محافظ الأصول الرأسمالية لتحوط ضد المخاطر المتوقعة، وكل هذا من خلال نتائج تحليل أداء مؤشراتهم وكفاءة مجالاتهم الاستثمارية، فضلا عن كونها أسلوبا سهلا لتحليل أداء مؤشرات الاقتصاد الكلية في صورة كمية، فهي بذلك تمثل مرجعا واضحا لاتخاذ القرارات الاستثمارية في السوق المالي.

وقد وقع الاختيار على مؤشري داو جونز الإسلامي و نظيره الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي اللذان يهدفان إلى تحقيق أداء متطور وربحية بالاعتماد على تحليل البيانات التاريخية التي تعكس مسار التقلبات المرنة في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة من وقت لآخر، و التي تعطي للمستثمر صورة عن أداء المؤشر الذي يعكس كفاءة و أداء السوق ككل، و كل هذا لا بد أن يكون له تأثير على توجهات المستثمر و سلوكه الاستثماري في اختيار مكونات محفظته المالية. ومحاولة منا لتوضيح مدى التقارب في تطبيق معايير الانتقاء بين المالية الإسلامية و نظيرتها الأخلاقية و مدى تأثيرها على سلوك المستثمر، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث يضم الأول منهما عموميات حول المؤشرات وآليات بناءها وعملها، أما المبحث الثاني فيتمثل في دراسة قياسية تهدف إلى تحليل مدى التقارب بين مؤشر داو جونز الإسلامي و نظيره الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي، وذلك بتسليط الضوء على طبيعة عمل المؤشرين والقيام بالتحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة ودرجة إستقراريتها، ثم استخلاص نتائج الدراسة وأثرها على سلوك المستثمر بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي (Eviews.8) لتحليل البيانات التاريخية لأسعار إقفال كلا المؤشرين خلال الفترة الممتدة من: 2005/01/01 إلى غاية 2014/12/31.

المبحث الأول: آليات عمل وحساب مؤشرات الأسواق المالية

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على ما يجري في الأسواق من خلال إعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، كما أنها تعكس الحالة الاقتصادية للدولة وتمثل مقياسًا شاملاً لاتجاه السوق، وتعكس الاتجاهات العامة لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير مرجعية لقياس الأداء، وتوجد عدة مؤشرات معروفة في الأسواق المالية العالمية أهمها مؤشر "Dow Jones".

ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على ماهية المؤشرات في الأسواق المالية وذلك في ثلاثة مطالب، حيث يضم الأول منها مفهوم المؤشرات الأسواق بصفة عامة، أما المطلب الثاني فهو خاص بمؤشر داو جونز لسوق الأسهم التقليدي، والمطلب الثالث مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي، وفيما يلي بيان لذلك:

المطلب الأول: مفهوم وأنواع مؤشرات الأسواق المالية

ظهرت المؤشرات لأول مرة في القرن التاسع عشر الميلادي (19م)، وتطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن، واستخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وقد عرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة ثمانينات القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990م. ومن هنا نوضح مفهوم المؤشر كالتالي :

أولاً: مفهوم المؤشرات:

يتطلب التطرق إلى المفهوم العام للمؤشرات المالية، التعرّيج لتعريفها وذكر أهم أسباب استخدامها في الأسواق المالية وطرق حسابها وأساليب تكوينها، وفيما يلي توضيح لذلك:

1- تعريف المؤشر (index):

1-1- التعريف الأول: هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية بالاستناد إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة أو كليهما وإعطاءها وزناً من خلال قيمتها في السوق، وتقسيم المجموع على رقم ثابت، و يقيس المؤشر مستوى تغير الأسعار ويؤثر على قرار المستثمرين، وقد يكون المؤشر عاماً أو يكون خاصاً بقطاع معين كالصناعة أو المواصلات أو الخدمات أو المؤسسات المالية، وقد

عرفت المؤشرات لأول مرة عام 1983م في شيكاغو. ثم قام شارل هنري داو بإنشاء مؤشر داو جونز في عام 1993م وهذه المؤشرات لها أسماء في كل الدول مثلا في أمريكا نجد مؤشر داو جونز (Dow Jones)، في ألمانيا نجد داكس (Dax)، وفي اليابان مؤشر نيكاي (Nikkei)، وفي فرنسا نجد كاك (CAC40) إلى غير ذلك من المؤشرات.¹

2-1- التعريف الثاني: مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغييرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق، إذ يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ولذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية أو مجموعة معينة من الأسهم.²

3-1- التعريف الثالث: يمكن أن نعرف المؤشر أيضا على أنه: "أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات".³

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أهم خصائص المؤشر كما يلي :

- ✓ يعبر عن المؤشر بعدد من النقاط.
- ✓ يعتبر المؤشر قيمة متوسطة تعكس الأوراق المالية المقيدة في السوق إما بشكل كلي أو جزئي.
- ✓ إذا تم حساب المؤشر في عينة معينة من السوق فإن النتيجة تكون شاملة لكل الأوراق المالية الموجودة بالسوق.

2- استخدامات المؤشر:

إن لمؤشرات الأسواق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال ومن بين الاستخدامات ما يلي:⁴

¹: وليد بن هادي، أصول ضبط المعاملات المعاصرة، د.م.ن، ط1، سنة 2010م، ص227.

²: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، ط2002م، ص251.

³: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2000، ص77.

⁴: عبد الفتاح محمد صلاح، البورصة من منظور إسلامي التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار، بحث مقدم لاستكمال درجة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، الجامعة الأمريكية المفتوحة بواشنطن، مكتب القاهرة، 1429هـ-2008م، ص105-106.

➤ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جديدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة .

➤ الحكم على أداء المديرين المحترفين وفقاً لفكرة التنوع الساذج (Naive Diversification)، إذ يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكس المؤشر، ومنه يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

➤ التنبؤ بالحالة التي سيكون عليه السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات.

➤ تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

3- أسس حساب المؤشرات وأهم خصائصها:

يعتمد حساب المؤشرات على أسس عديدة تقوم على الاستقرار للأسعار القديمة والحالية وتوقعات الأسواق، والأوقات المختلفة والأدنى والأعلى من أسعار التداول والمخططات البيانية.

يختلف كل مؤشر عن آخر باختلاف مكوناته أي: البيانات التي يسعى لتلخيصها، الوزن (الثقل)، والطريقة الحسابية التي يستخدمها، وهناك خصائص مشتركة بين جميع المؤشرات من أهمها: الدقة، الموضوعية، الشفافية.¹

✓ ويقصد بالدقة: التحديد التفصيلي لمكونات المؤشر ومصادر إحصاءاته، وكيفية حساب الأوزان.

✓ أما الموضوعية: أن تكون تفاصيل حساب كل مؤشر كاملة إلى الحد الذي لا يدع مجالاً لاختلاف وجهات النظر في تحديد قيمة المؤشر في تاريخ أو مكان معين.

¹: رفع عبد الرحمن النجدي، المعايير الشرعية، هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010م، ص382..

✓ الشفافية: أي إعلان على أرقام المؤشر في الأوقات وأماكن ووسائل منضبطة ومحددة سلفا.

هناك مبادئ عامة تحكم جميع المؤشرات تقريبا، منها:

- لا دلالة للرقم المطلق للمؤشر، بل تنكشف دلالاته عند مقارنته بالأرقام السابقة أو اللاحقة، وحينئذ

يظهر اتجاه التغيير ونسبته.

- يمكن ضرب أو تقسيم قيم المؤشر للفترات المختلفة بأي عدد ثابت.

4- أهمية احتساب المؤشرات: تكمن أهمية حساب المؤشرات المالية فيما يلي:

✓ التعرف على أداء السوق: يقدم المؤشر فكرة سريعة وبسيطة عن أداء السوق أو القطاع والتغيرات التي طرأت عليه.

✓ التعرف على الحالة الاقتصادية: إن كثير من القرارات الاقتصادية المحلية والسياسات الاقتصادية العالمية تهتم بمؤشر سوق المال في اقتصاد معين وذلك لأن المؤشر يؤثر ويتأثر بالمتغيرات الاقتصادية.

✓ التعرف على اتجاه السوق وقتيا: إن المؤشر يحسب بصورة وقتية وفقا للتغيرات الفعلية في الأسعار.

✓ التعرف على اتجاه السوق دوريا: بما أن المؤشر يحسب بنفس الطريقة فإنه من السهل تتبع حركة المؤشر للتعرف على اتجاه السوق في فتره محدد.

✓ التنبؤ بأداء السوق: إن الأداء الماضي الذي يعكسه المؤشر يساعد في معرفة المتغيرات التي تؤثر على ذلك الأداء وأيضا تستخدم في التنبؤ بحركة السوق خلال مدى قصير.

ثانيا: أنواع المؤشرات وطرق تكوينها:

1- أنواع المؤشرات: يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها:

1-1- أنواع المؤشرات من حيث الوظيفة: تقسم المؤشرات حسب هذا الاعتبار إلى:¹

أ- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

¹ عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط2، سنة 2008م، ص. 38-39.

ب- مؤشرات قطاعية: وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة.

1-2- أنواع المؤشرات من حيث إمكانية تداول: تقسم المؤشرات حسب هذا الاعتبار إلى:¹

أ- مؤشرات متداولة: وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، كانت أول بورصة من النوع هذا قد فتحت في كنساس سيتي بالوم. أ. عام 1982م، وكمثال على ذلك مؤشر نيكاي (Nikkei 225) ومؤشر ناسداك (Nasdaq 100).

ب- مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشرات داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية، ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

2- أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية:

لتكوين مؤشر اقتصادي لابد أن تكون الغاية الرئيسية من تكوينه تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية وهي أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي، أن يراعي القواعد الإحصائية، أن يكون قابلاً للتسعير؛ وتتطلب عملية تكوين وبناء مؤشر اقتصادي أخذ بعين الاعتبار مجموعة من الأمور وهي كالتالي:

2-1- ملائمة العينة:²

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر: بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر.

أ- فيما يتعلق بالحجم (Size): القاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

ب- أما الاتساع (Breadth): فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً للمؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة.

¹: وائق حمد أبو عمر، النظرية المعاصرة لمحفظه الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط 1، سنة 2003م، ص 31.

²: حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004، ص 8.

ت - أما المصدر (Source): فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2-2- الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر¹:

أ- مدخل الوزن على أساس السعر "Price weighting": بالنسبة لهذا المدخل فإنه طالما يوجد سهم واحد لكل مؤسسة مختارة لبناء المؤشر ووزن كل سهم يتحدد أنيا على أساس نسبة سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.

ب- مدخل الأوزان المتساوية "Equal weighting": وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

ت- مدخل الأوزان حسب القيمة "Value weighting": أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر.

هذا، ويوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم أساليب:

1- المؤشرات المبنية على أساس القيمة: وحسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر. فالمؤسسة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، تعتبر هذه الطريقة من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر هذه المؤشرات مؤشر ستاندر أند بور (Standard & Poor's)، مؤشر ناسداك (Nasdaq)، وفيما يلي مثال تطبيقي حول طريقة حساب مؤشر على أساس مدخل القيمة:

مثال 01: لدينا الجدول رقم (01-03) أدناه، يضم ثلاث أسهم لشركة معينة (A;B;C) وأسعارها خلال سنتين، ومنه توضيح كيفية حساب المؤشر على أساس القيمة:

¹: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1999، ص103.

جدول رقم(01-03) يوضح كيفية تكوين المؤشر.

السهم	N	P 1	V1	P2	V 2
A	60	50	3000	80	4800
B	70	40	2800	50	3500
C	120	10	1200	20	2400
قيمة المؤشر	-	-	7000	-	10700

المصدر: حسين قبان، " مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة

العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة دمشق، ع11، سنة 2011م، ص 109-110.

- حيث : N: يمثل عدد أسهم الشركة.

P2;P1: تمثلان على التوالي سعر السهم في السنتين الأولى والثانية منذ العمل بالمؤشر.

V2,V1: تمثلان القيمة (N*P) لأسهم المؤسسة في السنتين على التوالي.

- ومنه: متوسط العائد على المؤشر = $(7000-10700)/7000 = 52,9\%$

كما يقاس المؤشر على أساس النقطة كما يلي:

$$V=T+(V_{t1}-V_{t0}/V_{t0})$$

حيث تمثل كل من :

T: أساس المؤشر في زمن تكوينه.

V_{t1}: قيمة مؤشر الفترة في النقطة الزمنية .

V_{t0}: قيمة مؤشر في فترة البداية

- طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Begining Index Value}$$

حيث:

Index_t : قيمة المؤشر في الفترة t_0 .

P_t : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t_0 .

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t_0 .

P_b : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

تقييم طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة:

من أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، ولبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن (60%) مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم الشركة ما أعلى من مثيله الشركة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.¹

2- المؤشرات المبنية على أساس السعر: ويقصد بها أنه طالما يوجد سهم واحد لكل مؤسسة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد أليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر ومن أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر هو مؤشر داو جونز (Dow Jones) ونيكاي (Nikkei 250).

3- المؤشر المبنية على أساس الأوزان المتساوية: تعطي نسبة متساوية لكل سهم داخل المؤشر، إذ ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا تمثل فيها الشركة بسهم واحد؛ والمثال التالي يوضح ذلك: لدينا مؤشر يتكون من ثلاثة أسهم A.B.C بسعر 10، 40، 50 على التوالي، ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية حيث الكمية الوهمية من السهم (A) = 50/1 = 0.02 ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه

¹: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 266.

الفصل الثالث: قياس مدى التقارب بين مؤشري داو جونز الإسلامي و الأختلاف لسوق الأسهم السعودي

النسبي (السعر*الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد (50/1)*(50)، أما النسبة (B)=(40/1)*0.025 وبالنسبة (C) = (10/1)*0.1، و الجدول التالي يوضح ذلك:¹

جدول رقم(02-03): يوضح طريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية .

السهم	P1	Q	V1	P2	V2	العائد
A	50	0.02	1	80	1.60	0.60
B	40	0.25	1	50	1.25	0.25
C	40	0.25	1	20	2	1.0
قيمة المؤشر	-	-	3	-	4.85	-

المصدر: منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص142.

ومنه : - متوسط عائد المؤشر = $3/(3-4.85) = 0.617$

- متوسط عائد الأسهم الفردية = $(1.0+0.25+0.60) = 0.617$

حيث : P1; P2: سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

Q: الكمية الوهمية المحسوبة .

V1; V2: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر = P*Q .

العائد: عائد السهم أي قيمة V1 مطروحا منها قيمة V2 .

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهًا حقيقيًا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزانًا متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها .

¹: منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص142.

المطلب الثاني: مؤشرات داو جونز الأخلاقية لسوق الأسهم التقليدي

ظهرت مؤشرات الأسهم لأول مرة في نهاية القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية على يد تشارلز داو (Dow) * وشريكه (Jones) في بورصة نيويورك للأوراق المالية بإصدار أول مؤشر لداو جونز للشركات الصناعية عام 1896م، حيث تقدم هذه المؤشرات خدمة كبيرة للمتعاملين في البورصات ومديري المحافظ الاستثمارية، فهي من ناحية تمكن المعنيين من متابعة أوضاع السوق أولاً بأول، ومن ناحية أخرى توفر أساساً مقبولاً لتقييم المحافظ الاستثمارية مع تطور أساليب وآليات التعامل في الأسواق المالية، وقد تحولت مؤشرات الأسهم إلى أداة استثمارية ناجحة في اجتذاب عدد كبير من المستثمرين وقد ظهرت استخدامات هامة لمؤشرات الأسهم في مجالات الدراسات الاقتصادية والمالية للاستفادة من حركة الأسواق والاتجاهات الاقتصادية بشكل عام.

1- مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA): يعد مؤشر داو جونز الصناعي أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك*، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884م، حيث قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898م، ثم إلى 20 سهم في عام 1916م، وفي عام 1928م، ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.¹

2- آليات حساب المؤشر:²

يتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقاً لحالة سوق الأوراق المالية³، و تمثل الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، حيث تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالضخامة الحجم، وضخامة عدد

* تشارلز داو: هو أول رئيس تحرير لصحيفة (وول ستريت)، وهو أول من بدأ بحساب مؤشرات السوق ولا يزال مؤشر داو جونز الشهير يسمى باسمه، (للتوسع ينظر: فهد الحويماي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد الوطنية، الرياض، ط2، سنة 2006م، ص232).

* بورصة نيويورك للأسهم-وول ستريت- يبلغ عدد أعضائها حالياً 13366 عضواً، ويحكم أنشطتهم مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساس، ويتم انتخاب 26 عضواً، لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضواً فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل وقت داخل البورصة (رئيس التنفيذ-نائب الرئيس)، أما بقية الأعضاء 12 فهم مديري عموم. (ينظر: صلاح الدين السبسي، "بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية"، د.م.ن، ط1، 1998م، صص 115-116).

¹ غرابة زهير، ترقو محمد، "التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع 02، سنة 2013م، صص 141-162.

² غرابة زهير، ترقو محمد: مرجع سبق ذكره، ص 143.

³ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصاد، كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2005م/2006م، ص 117.

المساهمين، في بداية الأمر كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير إتباع هذه القاعدة أصبح أمرًا غير مقبول، خاصة عندما يحدث الاشتقاق للأسهم.

وللتغلب على الخلل الناتج عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة -الناتج عن الاشتقاق- تم اقتراح

حساب قيم المؤشر:

$$DJIA(\text{المؤشر}) = \frac{\text{القيمة الكلية للأسهم}}{\text{رقم(Divisor)}}$$

بحيث يكون الناتج مساوي تمامًا للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق وهو ما يعكس حالة السوق

على ما كانت عليه، وتحدد قيمة المقسوم على (Divisor) التي تحقق هذا الشرط، بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{القيمة الكلية لأسعار الأسهم}}{\text{المؤشر}} = \frac{\text{القيمة الكلية لأسعار الأسهم}}{\text{المؤشر}} \times \frac{\text{المؤشر}}{\text{المؤشر}} = \frac{\text{القيمة الكلية لأسعار الأسهم}}{\text{المؤشر}} \times \text{المؤشر}$$

حيث: أن قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق غير معلومة.

هذا، ويقدم (French) معادلة بديلة لإيجاد قيمة المقسوم عليه في حالة الاشتقاق هي المعادلة:

قيمة المقسوم عليه = قيمة تعادل مجموع أسعار الأسهم التي لم يحدث لها الاشتقاق وذلك قبل حدوث الاشتقاق + سعر السهم الذي اشتق وذلك قبل حدوث الاشتقاق (1+ معدل الاشتقاق أي عدد الأسهم الذي حصل عليها المستثمر في مقابل كل سهم يملكه)/قيمة مؤشر داو جونز قبل الاشتقاق.

3- القواعد الأساسية في بناء المؤشرات الأخلاقية لسوق الأسهم التقليدي :

المؤشرات أرقام إحصائية تصف حركة السوق الذي تمثله وتستخدم لتمثل المرجعية " Benchmark " لتقييم أداء مديري المحافظ الاستثمارية ويكون ذلك بحساب معدلات العائد والمخاطر للسوق ككل أو لجزء من السوق، خلال فترات زمنية معينة، واستخدام هذه المعدلات في الحكم على أداء المحافظ غير النشطة " Passive Portfolio's " أو لبناء صناديق المؤشرات "Index fund" التي من أهم أهدافها أن تحقق نفس أداء المؤشر في العائد والمخاطرة .

أما الوظيفة التقليدية للمؤشرات فهي متابعة أداء السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة الأسعار وأحجام التداول في الأوراق المالية. ومن أهم وظائف المؤشرات أنها تمثل السوق عند قياس المخاطر

النظامية (Systematic Risks) في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية،¹ لذا فإنه من الضروري أن يؤخذ بعين الاعتبار عند بناء المؤشر العوامل الهامة المؤثرة على تمثيل مجموعة الأوراق المالية للمؤشر والتي تتعلق بحجم ومصدر وأوزان العينة المختارة كما تتعلق بطريقة حسابها.

وكما ذكرنا سابقا فإن أهم العوامل في اختيار عينة المؤشر تتعلق بحجمها ومدى اتساعها ومصدرها فمن حيث الحجم "Size"، يمكن أن تمدنا العينة الصغيرة من المجتمع الكلي بأدلة صحيحة عن سلوك المجتمع الكلي إذا تم اختيارها بطريقة مناسبة، لأن تكلفة اختيار العينة الكبيرة - عند حدود معينة - قد تتجاوز المنافع التي يمكن الحصول عليها من زيادة الحجم، فالمهم هو أنه يجب أن تمثل العينة المجتمع الكلي، أما من حيث الاتساع "breadth" يمكن اختيار العينة من المجتمع الكلي بالأسلوب العشوائي الكامل، أو بأساليب الاختيار غير العشوائية، وأخيرا يجب الاهتمام بفحص مصدر "source" عينة المؤشر، فإذا كان المجتمع غير متجانس (توجد اختلافات في خصائص قطاعات مجتمع مؤشر) ففي هذه الحالة نحتاج إلى عينات فرعية من كل القطاعات تكون العينة الكلية.²

كما توجد ثلاث خطط رئيسية لإعطاء الأوزان لمكونات المؤشرات، إما على أساس أوزان سعر السهم يعني هذا أن المؤشر يتأثر في تحركاته بفضل أسعار أسهم مكوناته، وإما على أساس مدخل الأوزان حيث يعطي هذا الأخير حسب القيمة السوقية الرأسمالية وزنا أكبر للشركات ذات القيمة السوقية الكلية الأكبر، والنتيجة من حاصل ضرب سعر السهم في العدد الكلي للأسهم المصدرة وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، الذي هو المحدد الوحيد للوزن النسبي وفي مدخل الأوزان المتساوية يكون لكل شركة في المؤشر نفس الأهمية النسبية وغالبية مؤشرات الأسهم حول العالم تستخدم طريقة الترجيح بالقيمة السوقية الرأسمالية.³ والعامل الأخير في بناء المؤشرات هو اختيار طريقة احتسابه، وتكون إما بالمتوسط الحسابي لكل مكونات المؤشر أو المتوسط الهندسي لهذه المكونات، أو حساب المؤشر ثم أخذ كل التغيرات فيه ونسبتها إلى أساس معين للمؤشر.

¹ : Frank .k Reilly ,Keith. C ,Brown,(2003); **Investment-Analysis and Portfolio Management**, 7thed , Australia Thomson , South Western , p : 150.

² :حنان إبراهيم النجار: آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية : المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول مؤشرات الأسواق الأسهم، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ص1385.

³ : المرجع نفسه، ص1334.

يستخدم مؤشر داو جونز الصناعي الشهير "DJII" الذي يرجع تاريخه إلى عام 1896م مدخل الأوزان بسعر السهم ويتكون من أفضل 30 شركة صناعية قائمة في الولاية المتحدة الأمريكية ويتغير تكوين المؤشر مع كل تغيرات اقتصادية تستدعي استبدال بعض الأسهم المكونة له ليظل دائما محتفظا بالأفضل الشركات الصناعية (The bluest of the Blue-chips) و يوجه كثير من النقد إلى مؤشر داو جونز الصناعي لأن العينة لا تعتبر ممثلة لمجتمع الآلاف من الأسهم الصناعية في الولاية المتحدة. كما أنها متحيزة إلى الشركات الكبيرة الناضجة القائمة. وبرغم من تعدد الانتقادات والبحوث حول المؤشر فإنه مازال يتمتع بالقدرة على تمثيل السوق الصناعي في الولاية المتحدة واتجاهاته، لأن كل شركة فيه تمثل قطاعا معينا في الاقتصاد وتعتبر مؤشرا يعتمد عليه في قيادة هذا القطاع.¹

وتستخدم مؤسسة داو جونز أيضا مدخل القيمة الرأسمالية الكلية في العديد من مؤشراتها حول العالم، منها الولاية المتحدة، وتحتوي عينة المؤشر 2300 سهما مصدرها أهم البورصات الأمريكية، وإن كان أقل شهرة من مؤشر داو جونز الصناعي.²

المطلب الثالث: مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي

إن التعامل بالمؤشر يعد صورة من صور القمار، لكن الهندسة المالية الإسلامية أعطت بدائل بإنشائها مؤشرات كمؤشر " داو جونز لسوق الإسلامي " للراغبين في الاستثمار وفقا لتوجهات الاستثمار الإسلامي، ويعتبر دخول داو جونز الإسلامي مبكرا بمثابة قرار إستراتيجي هام؛ فقد كانت هناك مشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية و المتمثلة في لجوء من يديرونه إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات (FTSE) و(S&P500) و(DOWJONES) و(WORLD INDEX) لقياس الأداء الداخلي الخاص بها بينما يتماشى استخدام مؤشر المالي الإسلامي مع صناديق الاستثمار الإسلامي.³

ومن هنا تظهر أهمية مؤشر داو جونز الإسلامي فيما يلي:⁴

- يخدم قطاعات مختلفة في الأسواق المالية الإسلامية.

¹ : Zvi Bodie ,(2001); **Essentials of Investments**; 4th ed, Boston, McGraw-Hill,p44.

² : Reilly, Brown; op, cit, p156.

³ : سامر مظهر قنطقي ، صناعة التمويل في المصارف و المؤسسات المالية الإسلامية : مرجع سبق ذكره ، ص 396.

⁴ : حسام الدين محمد، داو جونز النسخة الإسلامية، مقال نشر بتاريخ(20/10/2004)، من على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/09.55> تاريخ 2016/04/

- يساعد في جذب الأموال لاستثمارها داخل المنطقة العربية الإسلامية على شكل صناديق استثمارية ، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.

1- أهم المؤشرات الإسلامية:

حاليا تضم مؤشرات عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي ما يقارب من 50 مؤشر يقع في القلب منها مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الموسع الذي يغطي كل المناطق الرئيسية في العالم، و من أهم وأحدث مؤشرات عائلة داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم التركي (DJIMTI)، الذي تم الإعلان عنه في 28 سبتمبر 2004م في الملتقى الدولي للتمويل الإسلامي بإسطنبول، حيث ينبع هذا المؤشر منهجية القواعد الأساسية التي تتوافق مع عائلة مؤشرات داو جونز للسوق الأسهم الإسلامي ويتم حسابه بالليرة التركية وتختار الشركات في المؤشر تبعا للقيمة السوقية الرأسمالية المعدلة في التبادل.¹

1-1 مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية (DJIMI) :

في 09 فبراير من عام 1999م، أعلن في المنامة - البحرين - عن إطلاق مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي وعلقت مجلة (CNN Money) على المؤشر بأنه: "مؤشر جديد للمسلمين الذين يجدون صعوبة في الإبحار في عالم المال الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز وشركائه أن يجعلوا مهمتهم أقل صعوبة. يتكون مؤشر (DJIMI) من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين،² ولم تكن الشركات التي كونت المؤشر من الدول الإسلامية فقط، ولكن من 30 دولة حول العالم بما فيها الو.م.أ وتم اختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية،³ واستبعدت الشركات التي لا تستجيب لمعتقدات المسلمين، أي لا تتفق مع القوانين الشرعية الإسلامية.

وقد جاء إنشاء هذا المؤشر ليعكس اهتمام الأفراد بمعدل استثماراتهم ملتزمة بالقواعد الأخلاقية لعقائدهم، كما يقدم المؤشر مقياسا لتقييم أداء صناديق الاستثمار القائمة حيث أنشئ داو جونز مجلسا استشاريا من علماء الشريعة الإسلام من كل من سوريا، البحرين، السعودية، الو-م-أ، ماليزيا، حيث يساعد

¹ : Djindexes (2004). **Dow Jones Indexes to launch Islamic Market index for Turkey**, Sept 28, 2004; available at:

www.djindexes.com/mdsidx/hm/presrelese/press.hist.2004.htm . Consulted: (02/05/2016).

²: أسامة علي الفقير الربابعة ، المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية(دراسة حالة):جامعة اليرموك ، المملكة الأردنية الهاشمية ، من على الموقع :

<https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=5.6> تاريخ الإطلاع : (2016/04/26). ص.ص5.6

³ : Islamic Market Indexes, Available at : https://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Islamic_Market_Index . Consulted: (24/04/2016).

مؤسسة داو جونز في عمليات الفرز والتصفية لاختيار شركات المؤشر، حيث تنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم المكونة للمؤشرات ومراجعتها دوريا دون الاستشارات المالية الفنية .

1-2- مؤشرات بورصة فايننشال تايمز الإسلامية العالمية "GIIS":

في 13 جويلية عام 2000م صممت بورصة فايننشال تايمز البريطانية مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركاتها القائمة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في تداول في الأسواق المالية العلمية ويتم حساب هذه المؤشرات على أساس إقليمي .

1-3- معيار مؤشر سوق دبي المالي "DIFX":

هو معيار تملك وتداول الأسهم و الذي أصدرته الأمانة العامة لهيئة الفتوى و الرقابة الشرعية ، والغاية من هذا المؤشرات هو تقديم خدمة للمتعاملين في البورصات و لمديري المحافظ الاستثمارية وتمكينهم بمتابعة أوضاع السوق أول بأول.

2- أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي:

ارتبط ظهور المؤشرات الإسلامية بظهور اتجاهات عامة، تمثل احتياجات جديدة للمستثمرين ومن أهم هذه الاتجاهات هي:

1-2- الاتجاه الأول: يدخل ضمن ظاهرة ما يسمى بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار والتي تسمى باختصار (SRI) (SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTING)، حيث ظهرت العديد من الصناديق التي تتجنب بعض فئات الأسهم، ثم تجاوز الأمر حدود المسؤولية الاجتماعية ليشمل المسؤولية الدينية، وتجنبت هذه الصناديق المشاركة فيما يسمى بأسهم الخطيئة (SIN STOCKS)، حفاظا على المعتقدات الدينية.¹

2-2- الاتجاه الثاني: تزايد اهتمام المستثمرين بربط أموالهم بالمؤشرات، بدلا من الاعتماد كليا على استراتيجيات الإدارة النشطة لأموالهم، ونظر لانتشار المسلمين ورغبة المستثمرين منهم بالاستثمار المشروع كانت الحاجة لمؤشر إسلامي أمرا ملحا.²

¹ :Rushdi Siddiqui (2000), *Dow Jones Islamic Market Index*, Islamic banking and Finance, America; July 14-16 , Available at : <http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/research/rushdi-siddiqui.pdf?> . Consulted :(14/04/2016).

² : Sam Hakim & Manouchehr Rashidian, *Risk & Return of Islamic Stock Market Indexes*, Available at : <http://mafhoum.com/press4/136E15.pdf> . Consulted :(26/04/2016).

* ومن أهم العوامل التي ساهمت في ظهور المؤشرات الإسلامية:

- الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي.
- تزايد وانتشار الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم وغير الإسلامية ساهم في فهم ودعم هذا الاتجاه

3- آليات بناء مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي:

يتم اختيار مكونات مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي على خطوتين، حيث يتم في الخطوة الأولى: استبعاد أسهم الصناعات التي تحرمها الشريعة، ثم يتم بعد ذلك تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات وهي ثلاث نسب، أهمها ما يلي:¹

- 1- نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهرا) الرأسمالية الجارية أقل من 33%.
- 2- نسبة النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى المتوسط السنوي (12 شهرا) للقيمة الرأسمالية الجارية أقل من 33%.
- 3- نسبة أوراق القبض إلى الأصول الكلية أقل من 45%.

وهذا النسب وإن كانت تمثل أقصى الحدود المسموح بها، إلا أنها غالبا ما تكون أقل الشركات التي تم اختيارها في مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي، ويتم تحديد أوزان الشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي من بين الشركات المقبولة على أساس القيمة السوقية الرأسمالية في التداول، بحيث تمثل أكثر الأوراق سيولة وتعكس أوراق القطاعات الصناعية في السوق العالمي وهناك عوامل إضافية تؤخذ بعين الاعتبار عند اختيار الأسهم في المؤشرات وهي تشمل الحجم النسبي، معدل الدوران ، الأوزان القطرية والأوزان الاقتصادية.

¹ : Dow Jones Indexes ; <http://press.djindexes.com/index>. Consultation : (24/4/2016).

وفي أوت 2000م، أعلنت مؤسسة داو جونز عن تغييرين هامين في منهجية تكوين وبناء مؤشراتهما الإسلامية وبدأ العمل بهما مع بداية يوم الاثنين 8 سبتمبر من نفس السنة وشمل التغيير نقطتين أساسيتين وهما:¹

أ- التغيير الأول: استخدام أوزان مكونات المؤشر على أساس المتوسط المتحرك لأسعار أسهم الشركات في التداول (التداول الحر للقيمة السوقية) وذلك بالنسبة لمؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي وفروعه الثمانية وهي مؤشرات الوم.أ، كندا، آسيا الباسيفيك، اليابان، أوروبا، المملكة المتحدة، والمؤشرات عالية السيولة، وأخيرا مؤشر التكنولوجيا.

ب- التغيير الثاني: أن يكون الحد الأقصى للوزن النسبي لأي سهم 10% وذلك في المؤشرات الفرعية الخمسة (اليابان، آسيا، والباسيفيك، أوروبا، المملكة المتحدة، التكنولوجيا) ويعني استخدام أوزان التداول الحر، أي أن وزن كل سهم من مكونات المؤشرات يتم على أساس عدد الأسهم المتاحة للمستثمرين في السوق بدلا من العدد الكلي للأسهم المصدرة، وما يستبعد من العدد الكلي للأسهم للتوصل إلى عدد الأسهم دون تداول ويزيد على نسبة 5% مما يمتلكونه، ونتيجة لذلك فإن بعض الشركات في هذه المؤشرات أصبحت لها أوزان أقل عند اتباع منهجية التداول الحر عما كانت عليه، والبعض الآخر التي تكون إصدارتها من الأسهم متاحة كليا للمستثمرين أصبحت لها أوزانا أكبر في المؤشر مما كانت عليه.

أما القاعدة الخاصة بتحديد سقف للأوزان بنسبة 10% للسهم في المؤشر، فإنها تمنع سيادة الأسهم الكبيرة في المؤشرات، ويطبق الحد الأقصى بصورة منفصلة على كل من مؤشر السوق الإسلامي ومؤشراته الفرعية. وهذا التغيير في المنهجية يسهل عملية تمثيل وتحسين المؤشر كأداة تبني عليها منتجات الاستثمار، كما أن الشفافية الكاملة لمنهجية المؤشر تعظم من ثقة المستثمرين، وهي عامل حيوي للمشاركين في السوق الذين يصممون المنتجات الاستثمارية المرتبطة بمؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي.

¹ : Dow Jones Islamic Market IndexesSM - Dow Jones Indexesm, Available at :

https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes. Consulted :23/04/2016.

المطلب الرابع: تحليل أثر معايير الانتقاء على أداء مؤشرات داو جونز الأخلاقية والإسلامية

تعتمد معايير الانتقاء على الغايات والأهداف المحددة للشركات والقطاعات كما هو الواقع الحال لدى

بعض المؤشرات الإسلامية والأخلاقية، ولتحديد أثر هذه المعايير على أداء المؤشرات لابد من إظهار أهم

الاختلافات في بناء هذه المؤشرات ومقارنتها وفق ما يلي:

1- مقارنة أثر بناء مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الأخلاقي والإسلامي على أداء المؤشرات:

1-1- أهم الاختلافات في بناء مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي ونظيره الأخلاقي التقليدي:

مما سبق يتضح أنه لا يوجد اختلاف في بناء المؤشرات لسوق الأسهم الإسلامي من حيث القواعد

الأساسية، من ناحية أساليب بناء المؤشر، وفيما يلي توضيح أهم الاختلافات:¹

- الاختلاف الأساسي في مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي هو في خصائص هذا السوق، وهذا الاختلاف يستبعد

بالضرورة أسلوب اختيار عينة المؤشر من المجتمع الكلي بالأسلوب العشوائي الكامل، فمن الأفضل الاختيار

لسوق الأسهم الإسلامي أسلوباً غير عشوائي، كما يتم تطبيق الأوزان على قطاعات هذا السوق.

- وكذلك من حيث التصنيف القطاعي للسوق فلن تختلف القطاعات في المستويات الأعلى، وهي قطاعات

الاقتصاد وقطاعات السوق عند تصميم مؤشرات داو جونز لكل من سوق التقليدي والإسلامي.

- ويترتب على اختلاف خصائص سوق الأسهم الإسلامي وقطاعاته أهمية الاستعانة بمجلس الشريعة

الإشرافي (SHSB) الذي لا توجد حاجة إليه في آلية المؤشرات التقليدية، وهذا الاختلاف يعني أن سوق الأسهم

الإسلامي يخضع في تكوينه إلى اجتهادات أعضاء المجلس في تفسير مبادئ الشريعة الإسلامية.

- لا توجد اختلافات في منهجية تحديد أوزان أسهم المؤشر، حيث أصبح يطبق على مؤشرات داو جونز للسوق

الإسلامي نفس المنهجية المطبقة على مؤشرات العملية وهي استخدام أوزان التداول الحر للقيمة السوقية

الرأسمالية.

و منه يمكن القول أن أهم الاختلافات الظاهرة ما بين داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي ونظيره الأخلاقي

التقليدي تتجلى في إتباع مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي لمبادئ الشريعة والاستشارة مجلس الشريعة

الإشرافي الذي يضم ستة من علماء الشريعة .

¹: حنان نجار، مرجع سبق ذكره، ص1392.

الفصل الثالث: قياس مدى التقارب بين مؤشري داو جونز الإسلامي و الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي

ولتوسع في تحديد معايير انتقاء و تبيان أثرها على أداء المؤشرات قمنا بإسقاط الضوء على أحد أهم المؤشرات ، وهو مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الكندي الأخلاقي والإسلامي ، وفيما يلي إظهار أهم القطاعات والشركات التي يغطيها كل من هما على حدى ، ومن ثم تحليل أداء كل منهما :

2-1- مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي: CAN : Dow Jones Conventiennel du Canada.

إن مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي(CAN) أحد أهم مؤشرات داو جونز الذي يتم حسابه بعملة الدولار (CAD) وهو يضم في تصنيفه القطاعي العديد من القطاعات التي تندرج فيها العديد من الشركات وفيما يلي تبيان أهم القطاعات و الشركات المدرجة في مؤشرات داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي(CAN):

* تحديد مختلف القطاعات التي يغطيها مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (CAN).

جدول رقم (03-03) : يمثل أهم القطاعات التي يغطيها مؤشر (CAN) :

التوزيع النسبي %	Sector	القطاعات
23.06 %	Energy	مجال الطاقة
24.88 %	Mining	مجال استخراج المعادن
09.01 %	Utilities	مجال الكهرباء والغاز والماء
10.01 %	Financial	مجال الخدمات المالية
14.35 %	Telecommunication	الاتصالات
18.03 %	Materials	مجال الأسلحة
21.05 %	Industrials	مجال الصناعة
5.12 %	Healthcare	مجال الخدمات الصحية
7.20 %	Technology	مجال تكنولوجيا المعلومات

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من الموقع: (www.investing.com)

* تحديد أهم الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (CAN).

جدول رقم (04-03): يمثل أهم الشركات المدرجة في مؤشر (CAN):

الرمز	إسم الشركة
(CES)	Canadian Energy Service
(C.C)	Cogeco Communications
(CH)	Concordia Healthcare
(PS)	Performance Sports
(VRX)	Valeant Pharmaceuticals

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات من الموقع: (www.investing.com).

3-1- مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي: CANI : Dow Jones Islamique du Canada

يعد هذا المؤشر أحد أهم مؤشرات عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي حيث كان أول انطلاق له في 24 ماي 1999م في كندا بقيمة أساس قدرها: 576.50، ويضم هذا المؤشر إثني عشرة (12) مؤشرا تقنيا ويتم حساب هذا المؤشر بعملة الدولار الأمريكي (USD)، ويتبع مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي الكندي (CANI) منهجية القواعد الأساسية التي تتوافق مع عائلة مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي (The Dow Jones Islamic Market Index Family) وهو كباقي مؤشرات داو جونز الإسلامية، إذ أنه يستبعد تداول أسهم الشركات التي تكون غايتها محرمة بالإضافة إلى النسب المالية للشركات و خطوط الأعمال التجارية التي لا تتوافق مع معايير الانتقاء المتوافقة مع دليل الاستثمار الإسلامي، وفيما يلي ذكر أهم الشركات التي تستثنى في مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي الكندي (CANI):¹

- البنوك التقليدية (التي يتم التعامل فيها بالربا).

- شركات التأمين التقليدية (التي تقوم على أساس الفوائد الربوية).

- شركات التبغ والسجائر تصنيع الكحول.

¹: Djindexes (2003), Guide To The Dow Jones Islamic Market Index, June, 2003; Available at:

https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indices_Rulebook.pdf . Consulted:

(12/05/2016).

- شركات الملاهي والقمار والكازينوهات.

- شركات المتعاملات بالخمير والخنزير.

- المطاعم و الفنادق .

- شركات الدعاية .

- الشركات التي تتعامل في صناعة الأسلحة و الدفاع .

وفيما يلي تبيان أهم القطاعات و الشركات المدرجة في مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي

(CANI) كما هو موضح في الجدول رقم (03-05) أدناه:

* تحديد مختلف القطاعات التي يغطيها مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي الكندي (CANI)

الجدول رقم (03-05): يمثل توزيعات مختلف القطاعات التي يغطيها مؤشر (CANI)

التوزيع النسبي %	Sector	القطاعات
30.03%	Oil & Gas	البتروول و الغاز
23.63%	Basic Materials	المواد الخام
21.51%	Industrials	مجال الصناعة
7.79%	Consumer goods	السلع الإستهلاكية
7.60%	Technology	مجال التكنولوجيا
6.36%	Consumer services	الخدمات الإستهلاكية
2.64%	Utilities	مجال الكهرباء و الغاز و الماء
0.29%	Healthcare	مجال الخدمات الصحية
0.16%	Financial	مجال الخدمات المالية

Source: S&P Dow Jones Indices (2016): **Dow Jones Islamic Market Canada Index**; fact sheet, April, 2016. Available at: <https://www.djindexes.com>. Consulted : (12/05/2016).

الجدول رقم(06-03):أهم الشركات المدرجة في مؤشر (CANI) :

Companies	الشركات
Islamic Banks	البنوك الإسلامية
Takaful Insurance Companies	شركات تأمين التكافل

Source: S&P Dow Jones Indices (2005): **Dow Jones Islamic Market Indices Methodology**; January, 2015. Available at. <https://www.djindexes.com>. Consulted: (12/05/2016).

2- تحليل أداء المؤشرات داو جونز الكندية الأخلاقية والإسلامية :

يتم تحليل أداء المؤشرات في الأسواق المالية من خلال حساب مرد وديتها وذلك انطلاقاً من أسعار الإغلاق

(Close Price) خلال فترة زمنية معينة، وفق ما يلي:

2-1- طريقة حساب مرد ودية المؤشر:

ولمراقبة مدى تطور المؤشر خلال تلك الفترة، يتم حساب مردود يته وفقاً للقانون التالي :

$$R (l'indice) = (\text{prix l'indice}_t - \text{prix l'indice}_{t-1}) / \text{prix l'indice}_{t-1}$$

حيث : مرد ودية المؤشر (R (l'indice) :

قيمة المؤشر عند الفترة الحالية t : prix l'indice_t

قيمة المؤشر عند الفترة السابقة t-1 : prix l'indice_{t-1}

و مرد ودية المؤشر ما بين الفترتين « t » و « t-1 » على التوالي كما يلي :

$$R (Can) = \text{Ln} (\text{prix can}_t / \text{prix can}_{t-1}).$$

حيث: (Ln) هو اللوغاريتم الطبيعي.

وفقاً للقوانين السابقة سنقوم بحساب مرد ودية كل من مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي

(CAN) ومؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (CANI)، وذلك انطلاقاً من أسعار إغلاق كل منهما

على طول فترة الدراسة الممتدة من (2005/01/01) إلى غاية: (2014/12/31)، أي على امتداد عشر سنوات

سابقة، مما يوفر لنا (2793) مشاهدة يومية وهي عينة كافية لتتبع مدى تقلب أسعار كلا المؤشرين.

الفصل الثالث: قياس مدى التقارب بين مؤشري حاد جوائز الإسلامي و الألفهبي لسوق الأسهم السعودي

بعد تطبيق قاعد البيانات على برنامج الإحصائي (Excel) و حساب المردودية السنوية لكل منهما كما هو موضح

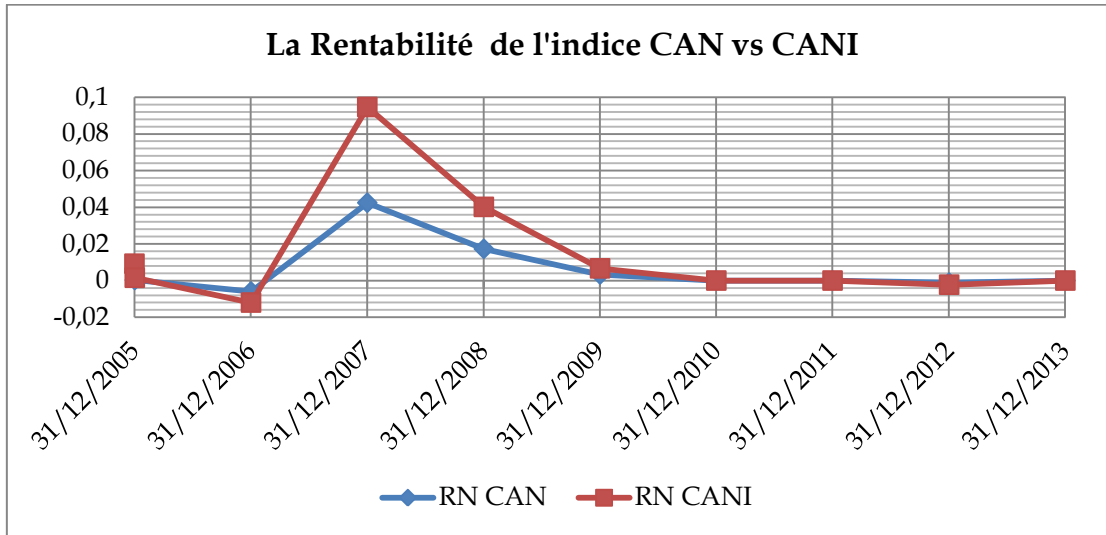
في الجدول رقم (07-03) وأما عن مسار تطورها فكما هو مبين في الشكل رقم (03-01) أدناه:

الجدول رقم (07-03): يوضح مرد ودية كل من مؤشر (CAN) و (CANI):

Les années	RN CAN	RN CANI
31/12/2014	0	0
31/12/2013	-0,00113118	-0,00112485
31/12/2012	0	0
31/12/2011	0	0
31/12/2010	0,0033177	0,00332535
31/12/2009	0,01729677	0,02287137
31/12/2008	0,04244594	0,05219115
31/12/2007	-0,00599902	-0,00600605
31/12/2006	0,00028183	0,00123489
31/12/2005	0,00458754	0,0045913

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج برنامج (Excel).

الشكل رقم (03-01): يمثل منحنى تطور المردودية السنوية لمؤشري (CAN) و (CANI).



المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على نتائج برنامج (Excel).

2-2- التحليل الفني والاقتصادي لتطور أداء مؤشري (CAN) و(CANI):

يظهر لنا الشكل رقم(01-03) أعلاه، الفروقات الواضحة في تطور مرد ودية كل من مؤشر (CAN) و(CANI) على مدى، خلال السنوات العشر الماضية المذكورة؛ فنلاحظ من خلال المنحنى أنهما قد حققا مرد ودية متقاربة و معتبرة قدرت بـ 0.45% اعتمادا على أسعار الإغلاق اليومية لكل منهما في سوق الأسهم الكندي على طول سنة 2005م، ثم أصبحت مرد ودية كل منهما في تناقص، حيث سجل مؤشر (CANI) هبوطا ملحوظا في مرد وديته خلال عامي (2006-2007) لتصل إلى قيمة دنيا تمثل خسارة قدرها: 0.6- % مقارنة بمرد ودية المؤشر (CAN) التي تناقصت بشكل طفيف خلال نفس الفترة، لكن سرعان ما تلاشى هذا التناقص ليحقق مؤشر (CANI) صعودا ملحوظا بين عامي (2008-2010)، لتصل ربحيته إلى 5.2 % حيث كان تطور مرد وديته وأدائه أفضل بكثير من مؤشر (CAN) الذي حقق 4.2 % وذلك في ضوء أزمة الرهن العقاري لسنة 2008م، التي شهدها العالم آنذاك وهذا راجع إلى حركة الأسهم نتيجة التغير الهائل لأسعار أسهم و أداء الشركات الكبيرة مقارنة بالشركات الصغيرة.

أما خلال الفترة (2009 – 2011)، فقد شهد مؤشر (CAN) انخفاضا حادا في مرد وديته مقارنة مع نظيره الإسلامي (CANI)، لتصل إلى درجة الانعدام خلال السنوات (2012 – 2014) أي خلال نهاية فترة الدراسة.

2-3- نتائج التحليل الفني والاقتصادي لتطور أداء مؤشري (CAN) و(CANI):

من خلال التقييم الفني والاقتصادي لمنحنى مرد ودية كل من مؤشري داو جونز لسوق الأسهم الكندية الأخلاقية والإسلامية، يمكننا استخلاص النتائج التالية:

1- وجود تقارب في مرد ودية كل من المؤشرين (CAN) و(CANI) على حد سواء كان واضح خلال بداية الفترة المطروحة للدراسة، أي على طول سنة 2005م.

2- تسجيل كل من المؤشر داو جونز الإسلامي (CANI) و المؤشر داو جونز الأخلاقي (CAN) لسوق الأسهم الكندي انخفاضا في تطور المرد ودية خلال عامي (2006-2007)، وهذا راجع إلى ظهور بوادر الأزمة المالية العالمية نتيجة للإختلالات الاقتصادية الكلية التي نتجت عن وفرة السيولة في الدول العالمية خاصة منها كندا التي قدرت حسب التقارير بحوالي: 18% حتى 20% بسبب فوائض الموازين التجارية الناتجة عن استثمارات الآسيوية.

التي كانت حافزا للعديد من المستثمرين للبحث عن عوائد عالية مصحوبة بمخاطر متوقعة بالإضافة إلى انخفاض التضخم وأسعار الفائدة، واختلالات الاقتصادية الجزئية وعلى رأسها إلغاء الحد الأقصى للإقراض ولأسعار الفائدة على الودائع وفتح المجال أمام زيادة التنافس في القطاعات الجديدة في أسواق الأسهم الكندية.

3- تأثر مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (CAN) بأزمة الرهن العقاري العالمية سنة 2008م، حيث سجل مرد ودية متناقصة وذلك لانخفاض المفاجئ في أسعار إغلاقه خلال هذه المدة بالمقارنة مع نظيره والتي قدرت بـ 1.7% ونتج هذا التأثير عن بعض الأسباب التي كانت كمنقاط ضعف على مستوى المؤشر التي ترجع لأسباب الأزمة كمنقص الرقابة والإشراف، تفشي ظاهرة التلاعب وعدم التصريح بالمعلومات، انخفاض أداء قطاعات البناء، انهيار وضعف استثمار العديد من الشركات والبنوك، مما أدى إلى ظهور البطالة والتضخم وتردد العديد من الشركات في توظيف استثمارات جديدة، كل هذا كان له أثر على قرارات المستثمرين وفقدان الثقة في أداء السوق ككل.

4- تطور مرد ودية مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (CANI) بمقدار 5.2% مقارنة مع مؤشر (CAN) خلال أزمة الرهن العقاري سنة 2008م، وهذا راجع إلى نقاط القوة التي حققها هذا المؤشر طوال الفترة الممتدة من 2008م حتى 2009م، وذلك بفضل القواعد والشروط الخاصة ببناء المؤشر على وجه الخصوص والأسواق على وجه العموم، لانتهاجها للطرق المشروعة وإتباع دليل الاستثمار الإسلامي وجذب العديد من المستثمرين نظرا لتطور أداءه وكسب ثقتهم خاصة خلال هذه الفترة.

5- الاستقرار النسبي لكلا المؤشرين (CAN) و (CANI) بشكل متناقص بعد سنة 2008م وذلك لبداية الأسواق الكندية في التعافي من الأزمة نتيجة لتدارك الوضع والقيام بخطط الإنقاذ المستعجلة لمعالجة الآثار الناجمة عنها.

وبالتالي يمكن القول أن تطور أداء وربحية المؤشر له علاقة مباشرة باتخاذ القرارات الاستثمارية لدى المستثمر وتأثيره على مدى اتجاهاته وتفضيلاته الاستثمارية.

المبحث الثاني : تحليل التقارب بين مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي والأخلاقي

تتمثل الدراسة القياسية في تقدير و تحليل التقارب بين مؤشرات داو جونز الإسلامي والأخلاقي لسوق الأسهم الكندي، ومدى تأثيرها على سلوك المستثمر ، و ذلك بالاعتماد على المتغيرات الخاصة بالسلاسل الزمنية لأسعار إغلاق مؤشري داو جونز الأخلاقي (CAN) و الإسلامي (CANI) على التوالي، والمستمدة من جريدة وال ستريت (Wall Street Journal)، حيث تتمثل هذه المتغيرات في سلاسل زمنية تضم (2793) مشاهدة يومية خلال الفترة الممتدة من: (2005/01/01 إلى 2014/12/31)، حيث نقوم بالدراسة الإحصائية الوصفية و كذا مدى إستقرارية هذه السلاسل باستخدام الطبعة الثامنة للبرنامج الإحصائي (Eviews.8) الإصدار ما قبل الأخير، حيث يقدم هذا الأخير تحليل متقدم في التحليل القياسي و الذي يسمح بتقدير النماذج القياسية وتحليل البيانات و التنبؤ بالنسبة لمتغيرات الاقتصاد الكلي، وكذا اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية انطلاقاً من النمذجة القياسية المبرمجة.

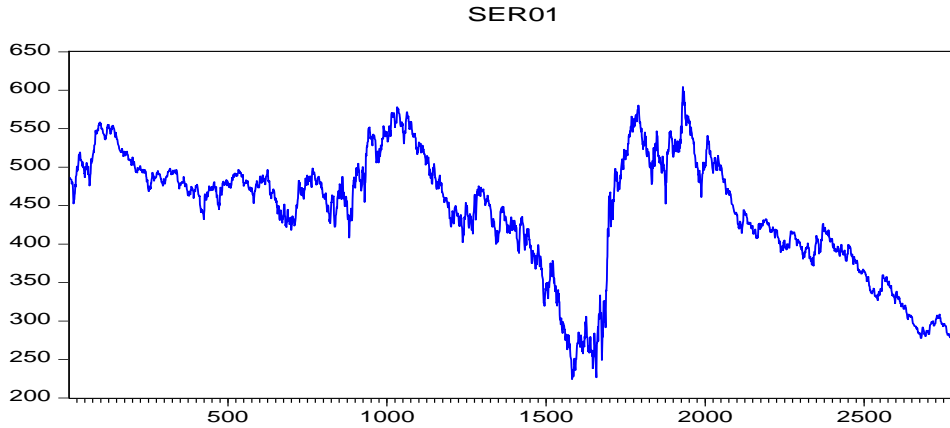
المطلب الأول: التحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة

تتمثل الدراسة الوصفية في التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة المتمثلة في داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (LCANI) و داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (LCAN)، وفيما يلي التحليل الوصفي لكلا من السلسلتين:

1- سلسلة مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الأخلاقي الكندي (CAN):

تتكون السلسلة (LCAN) من (2793) مشاهدة يومية تمتد من تاريخ (2005/01/01) إلى (2014/12/31) بمتوسط قدره: 6.074305 وقيمة عظمى: 6.404120 وقيمة صغرى: 5.413118، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته: 6.134677. و الشكل رقم (02-03) التالي يوضح تطور مؤشر (CAN) خلال الفترة المذكورة .

الشكل رقم(02-03): منحني يوضح سلسلة مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي(CAN)



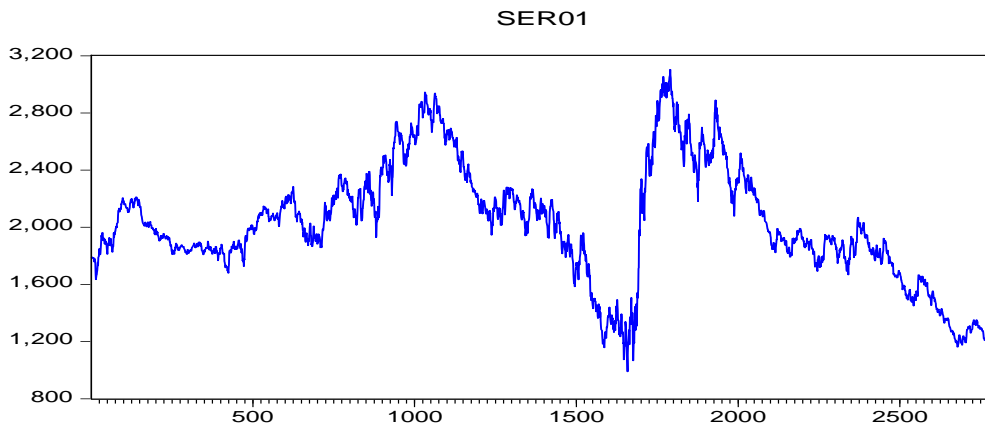
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.8)

التعليق: من الشكل أعلاه نلاحظ أن السلسلة الزمنية الخاصة بمؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي غير مستقرة في السلسلة الأصلية خلال الفترة الممتدة ما بين: 2005/01/01 إلى 2014/12/31.

2- سلسلة مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي CANI :

تتكون السلسلة (LCANI) من (2793) مشاهدة يومية تمتد من تاريخ (2005/01/01) إلى تاريخ(2014/12/31) بمتوسط قدره: 7.589085 وقيمة عظمى: 8.040179 وقيمة صغرى: 6.89773. بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته: 7.595970 و الشكل رقم (03-03) التالي يوضح تطور مؤشر(CANI) خلال الفترة المذكورة.

الشكل رقم (03-03):منحني يوضح سلسلة داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي(CANI).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews8)

التعليق: نلاحظ من الشكل أعلاه أن كذلك السلسلة الزمنية لمؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي غير مستقرة، وليبيان فيما إذا كانت السلسلتين مستقرتين من عدمه يتطلب استخدام اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) حيث يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، و الجدول رقم (08-03) أدناه يوضح القيم الإحصائية لسلاسل الزمنية لمؤشري داو جونز الأخلاقي والإسلامي لسوق الأسهم الكندي المدون أدناه:

الجدول رقم (08-03): يوضح القيم الإحصائية لسلسلة LCAN و LCANI

LCANI	LCAN	
7.589085	6.074305	Mean
7.595970	6.134677	Median
8.040179	6.404120	Maximum
6.897735	5.413118	Minimum
0.212268	0.196035	Std. Dev.
-0.510426	-1.038615	Skewness
3.107274	3.425636	Kurtosis
122.0033	520.6047	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	Probability
21090.07	16880.49	Sum
125.1697	106.7582	Sum Sq. Dev.
2793	2793	Observations

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.8)

المطلب الثاني: دراسة الإستقرارية لدى سلاسل متغيرات الدراسة

تقوم دراسة الإستقرارية ضمن طريقة التكامل المتزامن (La Cointegration) على مجموعة من المراحل والخطوات بداية بتحديد درجة التأخير ثم إجراء اختبار (ADF)، وفي حالة عدم تحقق الخاصية الإستقرارية للسلسلة يتم اللجوء إلى الفروق من الدرجة الأولى ثم الثانية وإجراء الاختبار بعد كل مرحلة إلى أن تستقر سلاسل المتغيرات الدراسة، ولاستقرار السلسلة الزمنية محل الدراسة لابد من تحقق الخصائص الإحصائية لصفة الاستقرار لسلسلة الزمنية طول الفترة وهذه الخصائص تتمثل في ما يلي:

- ثبات متوسط القيم عبر الزمن .

- ثبات تباين عبر الزمن .

- أن يكون التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدين على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس القيمة الفعلية الزمنية التي يحسب عنده التغير.

1- مراحل عملية التكامل المتزامن (La Cointégration):

1-1- تعريف التكامل المتزامن: يعرف التكامل المتزامن أو التكامل المشترك: (La Cointégration) بأنه: "تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في احدهما إلى إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن، ولعل هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما أخذت كل على حدة، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة"¹.

1-2- مراحل تقدير التكامل المتزامن: إن لتقدير علاقة التكامل المتزامن من النموذج يحتوي على سلسلتين زمنيتين أي متغيرين تتبع الطريقة التي جاء بها (Johansen) سنة 1888 والتي تركز على خطوتين أو مرحلتين أساسيتين وهما:

المرحلة الأولى: اختبار درجة تكامل المتغيرين: حيث أكد كل من (Granger و Engle) أن علاقة التكامل لا تكون إلا إذا كان هذين المتغيرين من نفس درجة التكامل، فإذا لم تكن المتغيرات من نفس درجة التكامل فإنه لا يوجد تكامل متزامن²، ولاختبار مفهوم التكامل على السلاسل الزمنية نستعين باختبار (Dickey Fuller) و اختبار (ADF):

(Augmented Dickey Fuller) للجذور الوحيدة لاختبار ما إذا كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا.

فإذا كانت السلاسل الزمنية المدروسة ليست من نفس درجة التكامل، فإننا لا نخاطر بإجراء علاقة التكامل المتزامن، حيث أن العملية تتوقف هنا أي لا نواصل في الخطوة الثانية و المتمثلة في تقدير علاقة المتغيرين على المدى الطويل.³

1: Bourbonnais, Régis (2015), **Econométrie**, DUNOD, Paris, 9^{ème} Edition, p297.

2: Sandrine Lardic et Valérie Mignon (2002), **Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières**, Economica, Paris, p 211.

3: Bourbonnais, Régis, op.cit, pp297-301.

المرحلة الثانية: تقدير العلاقة في المدى الطويل

أي بعد التحقق من أن المتغيرات لها نفس درجة التكامل، يتم الاعتماد على اختبار Johansen (1988) لدراسة العلاقة في المدى الطويل بين مجموعة متغيرات متكاملة من نفس الدرجة (N)، وهذا بالاعتماد على الأشعة المرتبطة بالقيم الخاصة الأكبر للمصفوفة π (The Eigenvalues)، ويسمح اختبار (Johansen) بحساب عدد علاقات التكامل المتزامن من خلال حساب عدد أشعة التكامل المتزامن، والمسماة برتبة مصفوفة التكامل المتزامن. ويقوم هذا الاختبار على تقدير النموذج التالي:¹

$$\Delta Y_t = A_0 + A_1 \Delta Y_{t-1} + A_2 \Delta Y_{t-2} + \dots + A_p \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-1} + \varepsilon$$

حيث:

$$\pi = \sum_{i=1}^p A_{i-1} - I$$

المصفوفة π تكتب على الشكل التالي:

P: عدد التأخرات في النموذج.

$$R_g(\pi_p) = r$$

رتبة المصفوفة π ، والتي تمثل عدد علاقات التكامل المتزامن.

إذا كانت كل عناصر المصفوفة π معدومة، فإن رتبها تساوي الصفر ($r = 0$)، أي أنه لا يوجد أي علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات.

إذا كانت رتبة المصفوفة ($r = K$)، معناه أن كل المتغيرات مستقرة، ولا وجود لعلاقة التكامل المتزامن.

إذا كانت رتبة المصفوفة ($1 \leq r \leq K-1$)، فإنه يوجد r علاقة تكامل متزامن، ويمكن تمثيل نموذج لتصحيح الأخطاء.

ولإجراء هذا الاختبار يتم حساب إحصائية (Johansen):²

$$\lambda_{\text{trace}} = n \sum_{i=r+1}^k L_n (1 - \lambda_i)$$

1: Idem, p307

2: Idem, p309.

حيث:

n: عدد المشاهدات.

r: رتبة المصفوفة.

K: عدد المتغيرات.

λ_i : القيم الخاصة (The Eigenvalues) للمصفوفة π يتم تقديرها بطريقة الإمكان الأكبر.

1-3- صيغة نموذج تصحيح الخطأ: تأخذ صيغة نموذج تصحيح الخطأ في الاعتبار كل من العلاقة طويلة الأجل

والعلاقة قصيرة الأجل أما عن كونها تأخذ في الاعتبار العلاقة طويلة الأجل فهذا يتم باحتوائها على متغيرات ذات

فجوة زمنية و فيما يتعلق باشتغالها على العلاقة قصيرة الأجل فهذا يتم بإدراج فروق السلاسل الزمنية

فيها¹. فمثلا لو قدرنا العلاقة التالية بين متغيرات (x) و (y) كما يلي:²

عندئذ يمكن الحصول على متغير جديد يسمى حد تصحيح الخطأ و هو يتمثل في البواقي ϵ_t كما يلي:

تقدير علاقة النموذج الديناميكي أي (قصير المدى) و هذا بطريقة المربعات الصغرى (MCO):

Dy_t : الفرق الأول للمتغير التابع و هو $y_t - y_{t-1}$.

$\Delta D\chi_t$: الفروق الأولى للمتغير التفسيري.

حيث α_2 : معامل سرعة التعديل فهو يشير إلى مقدار التغيير في المتغير التابع نتيجة لانحراف قيمة المتغير

المستقبل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة، و يشترط أن يكون سالب

ومعنوي.

1-4- دراسة علاقة السببية بين المتغيرات:

قدم غرانجر (Granger) اختباراً للسببية (Causality test) سنة 1969م، و الذي يسمح بمعرفة أي

المتغيرين يؤثر في الآخر، يعرف غرانجر العلاقة السببية بين المتغيرات في الاقتصاد على أن التغيير في القيم

¹: عطية، عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2005، ص685.

²: Bourbonnais, op.cit, p302.

الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في متغير آخر، أي أن التغير في قيم (X_t) مثلا الحالية و الماضية يسبب التغير في قيم (Y_t) و يتضمن اختبار غرانجر للسببية تقدير نموذج انحدار ذاتي :

لاختبار العلاقات السببية سوف نستعمل الفرضيتين العديمتين التاليتين:

$$H_0 : \lambda = 0$$

$$H_0 : B = 0$$

إذا لم نستطع رفض أي من هاتين الفرضيتين، فإن المتغيرين المدروسين X و Y مستقلين عن بعضهما البعض، أما إذا تم رفضهما معا فهناك علاقة سببية في الاتجاهين (X يسبب Y و Y يسبب X). و لاختبار الفرضيتين نستخدم إحصائية فيشر (Fisher) المحسوبة و الجدولية، فإذا كانت (F^*) أكبر من إحصائية فيشر (F) الجدولية، فإننا نرفض الفرضية العديمة أي وجود علاقة سببية، و إذا كانت أصغر فنقبل الفرضية العديمة أي عدم وجود علاقة سببية بين (X) و (Y).¹

2- اختبار إستقرارية سلسلة مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (LCAN):

1-2- اختبار (ADF): بالاعتماد على برنامج (Eviews.8) حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول رقم (09-03)

التالي:

¹عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، 2005، ص 689.

الجدول رقم(03-09): يوضح نتائج اختبار (ADF) للمتغير (LCAN).

النموذج 01		النموذج 02		النموذج 03		نوع النموذج
القيمة الحرجة 05 %		القيمة الحرجة 05 %		القيمة الحرجة 05 %		
-1.940940			-1.478882	-3.411457	-2.286307	السلسلة
	-0.544940	-2.862402				الأصلية
-1.940940	-23.29264	-2.862402	-23.29458	-3.411457	-23.30423	عند التفاضل
						الأول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews8). (أنظر الملاحق: 02-01).

2-2- التحليل: نلاحظ من خلال الجدول أن السلسلة تقبل الفرضية المنعدمة أي أنها غير مستقرة عند مستوى 5% وذلك بعد قيام باختبار جذور الوحدة (ينظر الملحق رقم: 01) الذي يسمح بفحص خواص سلسلة المتغير (LCAN) خلال الفترة المذكورة سابقا لـ (2793) مشاهدة، وهدف هذا الاختبار هو تقدير النماذج، ومن هنا تم اللجوء إلى اختبار (ADF) الموسع (ينظر الملحق رقم: 02) وذلك لتصحيح النماذج السابقة مستعملا أربعة فترات تأخير أي إضافة حد الخطأ وهو غير مرتبط ذاتيا ويتمتع بالخواص المرغوبة إلا أنه تم الخروج بنفس النتيجة السابقة أي عدم إستقرارية السلسلة واستقرت عند التفاضل الأول (ينظر الملحق رقم: 02). كما أثبتت النتائج عدم معنوية الثابت ومعامل الاتجاه.

3- اختبار إستقرارية مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (LCANI):

1-3- اختبار (ADF): وباعتماد على برنامج (Eviews.8) حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول رقم (10-03)

التالي:

الجدول رقم (03-10): يوضح نتائج اختبار ADF للمتغير (LCANI)

النموذج 01		النموذج 02		النموذج 03		نوع النموذج
القيمة الحرجة 05%		القيمة الحرجة 05%		القيمة الحرجة 05%		
-1.940938	-0.469231	-2.862378	-1.527062	-3.411420	-2.030473	السلسلة الأصلية
-1.940938	-23.58748	-2.862378	-23.58784	-3.411420	-23.61626	عند التفاضل الأول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews8). (أنظر الملاحق: 04-03).

2-3- التحليل:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ومع إتباعنا لنفس الطرق السابقة، أن السلسلة غير مستقرة عند مستوى معنوية 5%، أي بها جذور وحدة (ينظر الملحق رقم 03) واستقرت عند التفاضل الأول (ينظر الملحق رقم 04)، كما أثبتت النتائج عدم معنوية الثابت و معامل الاتجاه، و بالتالي نقول أن السلسلة مستقرة عند الدرجة الأولى ومما سبق، يمكن القول بأن السلاسل الزمنية (LCANI; LCAN) مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى (1)، وعليه يمكن إجراء اختبار التكامل المتزامن.

4- تحديد عدد فترات التأخير: لاختبار فترات التأخير الملائمة لكل من المتغير يجري انحدار ذاتي لكل متغير ولفتره التأخير واحدة تلو أخرى لحين الحصول على النموذج الذي يحقق أفضل معايير اختبار النموذج والمتمثلة في (FPE) معيار خطأ التنبؤ النهائي (Final Prediction Error)، (AIC) معيار معلومات أكايك (Akaike)، (SC) معيار معلومات شوارز (Schwarz)، وأخيراً (H-Q) معيار معلومات حنان وكوين (Hannan and Quinn)، حيث يتم اختبار الفترة الملائمة التي تملك لأقل قيمة من المعايير الإحصائية، ومن هنا

كذلك قد استخدمنا برنامج (Eviews.8) للمتغيرين (LCAN) و (LCANI) وأربعة فترات تأخير وتم الحصول على نتائج التقدير التالية:

الجدول رقم (11-03): نتائج التقدير المعايير اختيار رتبة النموذج الملائم

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	2987.683	NA	0.000390	-2.173778	-2.169469	-2.172221
1	14779.82	23558.52	7.31e-08	-10.75633	-10.74341	-10.75166
2	14797.22	34.73282	7.23e-08	-10.76609	-10.74454*	-10.75830
3	14805.40	16.31120	7.21e-08	-10.76913	-10.73897	-10.75823
4	14823.02	35.11932*	7.14e-08*	-10.77904*	-10.74026	-10.76503*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على برنامج Eviews 8 (انظر إلى الملحق رقم 05)

تحليل: نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن فترة الإبطاء الملائمة للمتغيرين (LCAN) و (LCANI) هي الفترة الرابعة (Lag = 4) حسب معايير (LR.FPE.AIC.HQ) وفترة الثانية (Lag=2) حسب معيار (SC) ومنه تشير إلى

ضرورة أخذ أربعة فجوات زمنية، وأن التأخير هو (P = 4) (ينظر إلى الملحق رقم 05)

5- تحليل نتائج اختبار التكامل المتزامن: يعد التكامل المشترك إحدى الأدوات المهمة عند دراسة العلاقات بين

المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل، كما أنه يساعد على تحديد مستوى التوازن بين البيانات غير مستقرة

وتلك التي تستمر بالاستقرار، بعد قيامنا بالدراسة الاستقرارية لسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة CAN

وCANI اتضح لنا أن هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك ولذلك

سيتم إجراء اختبار (JOHANSEN) وذلك لمعرفة رتبة التكامل المشترك.

الجدول رقم(03-12):يوضح اختبار التكامل المتزامن

اختبار القيمة العظمى		اختبار الأثر		قيم المتجه	فرضية العدم
القيمة الحرجة	قيمته	القيمة الحرجة %5	قيمته		
14.26460	45.01277	15.49471	46.60846	0.696001	$H_0:r=0/ H_1:r>0$
3.841466	1.595684	3.841466	1.595684	0.676639	$H_0:r=1/ H_1:r>1$

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد على مخرجات برنامج (Eviews. 8).

نلاحظ من خلال اختبار johansen المبين في الجدول أنه:

- عند اختبار $r = 0$ نجد أن λ trace أكبر من القيم الحرجة عند مستوى 5%، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية(التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرين).

-أما عند اختبار $r = 1$ نجد أن λ trace أصغر من القيم الحرجة عند مستوى 5%، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية،التي تنص على وجود علاقة واحدة للتكامل المتزامن وبالتالي توجد هناك علاقة تكامل متزامن بين (LCAN) و (LCANI) في المدى الطويل.(ينظر الملحق رقم 15).

$$LCAN_{t-1} = - 1.0802 + 0.9427 LCANI_{t-1}$$

$$s.e \quad (0.06636)$$

$$t-stat [-14.2076]$$

وبناء على هذا سوف يتم الاعتماد على نموذج تصحيح الأخطاء (ECM).

6- نموذج تصحيح الخطأ (ECM):

بعد إثباتنا لوجود علاقة تكامل مشترك بين مؤشري داو جونز الأخلاقي و الإسلامي لسوق لأسهم الكندي باختبار(johansen) أي بوجود متجه واحد، سنقوم في هذه المرحلة بتقدير نماذج تصحيح الخطأ (ECM) لعلاقة التكامل المشترك وهذا باعتمادنا على برنامج(Eviews.8) كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03-13):يمثل نموذج تصحيح الخطأ

	2.72332	1.90391
ΔCANI_{t-2}	0.041887	-0.030385
	0.01561	0.01941
	2.88291	-1.96548
ΔCANI_{t-3}	-0.082205	0.045788
	0.01560	0.01939
	-3.98524	2.36036
ΔCANI_{t-4}	0.102072	0.083788
	0.01560	0.01940
	6.54161	3.28529
	-0.000116	-0.000140
	0.00028	0.00035
	-0.41434	-0.40416

المصدر: من إعداد الطالبتين باعتماد برنامج Eviews8 انظر إلى الملحق رقم(07)

تبين النتائج الواردة في الجدول أعلاه، بوجود علاقة سببية في المدى الطويل من CANI باتجاه CAN لأن حد تصحيح الخطأ في معادلة CAN (-0.018680) سالب وله معنوية إحصائية عند 5% لأن قيمة $Tt < Tc$ بينما لا توجد سببية في المدى الطويل من سعر CAN باتجاه CANI لأن حد تصحيح الخطأ في معادلة CANI (0.005720) موجب وليس له معنوية إحصائية عند 5%. وبالتالي وجود علاقة سببية واحدة في اتجاه واحد من CANI إلى CAN في المدى الطويل.(ينظر الملحق رقم07).

7-تقدير النموذج: لتقدير النموذج (انظر للملحق رقم 08)

1-7-معادلة LKAN:

$$D(LKAN) = -0.0186801227495*(LCAN(-1) - 0.942771035023*LCANI(-1) + 1.0802840931) + \\ 0.00997856043263*D(LCAN(-1)) - 0.0471620108098*D(LCAN(-2)) + 0.0430230376198*D(LCAN(-3)) + \\ 0.0204742134555*D(LCAN(-4)) + 0.0424574198203*D(LCANI(-1)) + 0.0418865304275*D(LCANI(-2)) - \\ 0.0622045800505*D(LCANI(-3)) + 0.102072121652*D(LCANI(-4)) - 0.000115745002028$$

1-7-معادلة LCANI:

$$D(LCANI) = 0.00572027769613*(LCAN(-1) - 0.942771035023*LCANI(-1) + 1.0802840931) - \\ 0.104155327659*D(LCAN(-1)) + 0.0019463947809*D(LCAN(-2)) + 0.0302842123597*D(LCAN(-3)) - \\ 0.104268816224*D(LCAN(-4)) + 0.0369019365164*D(LCANI(-1)) - 0.0303848453626*D(LCANI(-2)) + \\ 0.0457684427275*D(LCANI(-3)) + 0.0637881820169*D(LCANI(-4)) - 0.000140369795106$$

8- اختبار سببية (Granger) لمتغيرات النموذج:

يتضمن مفهوم غرانجر الكشف الإحصائي عن الاتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات (لعلاقة السبب والتأثير) حيث يمكن تعريف عمليا للسببية كالأتي: "إذا كان المتغير (CANI) يسبب في المتغير (CAN) وإذا كان من الممكن التنبؤ بالقيم الحالية لـ (CAN) بدقة أكبر باستخدام القيم السابقة لـ (CANI) أكثر من عدم استخدامها وعلى هذا فإن التغيرات في (CANI) يجب أن تسبق زمنيا التغيرات في (CAN)، ففي هذه الحالة نستطيع أن نقول أن (CANI) تسبب بـ (CAN)، وهذا يعني أن إضافة (CANI) الحالية والسابقة كمتغير توضيحي إلى نموذج انحدار يحوي القيم السابقة (CAN) من القوة التفسيرية للنموذج؛ وفي هذا النموذج سيتم اختبار سببية Granger لمتغيرات (CAN) و (CANI) و النتائج مبينة كالأتي:

الجدول رقم (03-14): يمثل نتائج اختبار سببية Granger لمتغير CAN

Dependent variable: D(LCAN)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCANI)	74.18357	4	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.8) انظر الملحق رقم (09)

الجدول رقم (03-15): يمثل نتائج اختبار سببية Granger لمتغير CANI

Dependent variable: D(LCANI)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LCAN)	42.90691	4	0.0000
All	42.90691	4	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.8) انظر الملحق رقم (09)

التحليل: نلاحظ من خلال اختبار Granger المبين في الجدول رقم (03-13) والجدول رقم (03-14) نلاحظ أنه يوجد علاقة سببية في المدى القصير بين (CAN) و (CANI) لأن قيم الاحتمالات لفيشر (Prob) هي أصغر من 5% و ذلك يعني أن قيم فيشر المحصل عليها هي أكبر من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5% أي (CANI) تسبب (CAN) والعكس فإذا كانت قيم فيشر المحصل عليها هي أصغر من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5% أي (CAN) تسبب (CANI). (ينظر إلى الملحق رقم (09)).

9- مناقشة نتائج الدراسة القياسية:

- في دراستنا القياسية تم تقدير وتحليل كلا من مؤشري داو جونز الأخلاقي والإسلامي لسوق الأسهم الكندي حيث تم التحصل على النتائج التالية:
- تم تقرير الدراسة الوصفية و دراسة الاستقرارية للمتغيرين داو جونز الأخلاقي والإسلامي لسوق الأسهم الكندي مستعملين عدد المشاهدات لكل متغير على حدى، باستعمال برنامج (Eviews.8).
 - تم استخدام جذر الوحدة من خلال ثلاث نماذج وذلك لفحص خواص السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة ومعرفة إستقراريتها.
 - تم استخدام اختبار (ADF) وذلك لتصحيح نماذج الجذور الوحدوية وإزالة إشكالية الارتباط الذاتي.
 - وجود إستقرارية بين النموذجيين من خلال اختبار الفرق الأول أو التفاضل الأول (من الدرجة الأولى).
 - للتأكد من وجود علاقة توازنية بين المتغيرين (CAN) و (CANI) على المدى الطويل تم استخدام اختبار التكامل المشترك.
 - أما لوجود اتجاه العلاقة بين المتغيرين وقياسهما تم استخدام اختبار (Granger)، وتبين أن هناك علاقة سببية باتجاه واحد ما بين (CAN) و (CANI).

خلاصة الفصل:

نستنتج من خلال دراستنا القياسية أن المؤشر هو عبارة عن رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية، فهو الأداة الأكثر تعبيراً عن حالة الأسواق وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها، كما يقيس مستوى تغير أسعار مختلف الأوراق المالية ويؤثر على قرارات المستثمرين وذلك من خلال حركة الأسهم في السوق، ولتكوين مؤشر اقتصادي لابد أن تكون الغاية الرئيسية من ذلك تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية وهي أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي، أن يراعي القواعد الإحصائية وأن يكون قابلاً للتسعير.

والمؤشرات تختلف عن بعضها من حيث أساليب وآليات بناءها كما سبق وذكرنا، ولتوضيح ذلك قمنا بالإشارة إلى آليات بناء كل من مؤشرات داو جونز الإسلامية ونظيرتها الأخلاقية، حيث لا توجد اختلافات من حيث بناء المؤشر وإنما من حيث التصنيف القطاعي للسوق ودرجة الاختلاف في خصائصه، حيث أن السوق الإسلامي يعتمد على أهمية الاستعانة بمجلس الشريعة الإشرافي (SHSB)، ومن حيث معايير انتقاء القطاعات والشركات التي تندرج في كل من المؤشر الإسلامي والأخلاقي، إذ يضع المؤشر الإسلامي معايير تحدد غايات الشركات المدرجة ضمنه والتي تتوافق مع أحكام الشريعة.

بالإضافة إلى استبعاد أسهم الصناعات التي تحرمها الشريعة، ثم يتم بعد ذلك تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات وهي ثلاث نسب، أهمها ما يلي:

1- نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهراً) الرأسمالية الجارية أقل من 33%.

2- نسبة النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى المتوسط السنوي (12 شهراً) للقيمة الرأسمالية

الجارية أقل من 33%.

3- نسبة أوراق القبض إلى الأصول الكلية أقل من 45%.

أما بالنسبة للدراسة التطبيقية، فقد تم التطرق إلى تقدير وتحليل مدى التقارب ما بين مؤشري داو جونز الأخلاقي والإسلامي لسوق الأسهم الكندي بالاعتماد على أسعار إغلاقهما التي تتقلب من وقت لآخر ارتفاعا وانخفاضا وذلك من خلال (2793) مشاهدة يومية، حيث توصلنا من خلال الاختبارات التي قمنا بإجرائها معتمدين في ذلك على برنامج (Eviews.8) إلى:

- أن المؤشرين (CAN) و (CANI) هما مؤشرين ذات سلسلة زمنية مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى، ومن ثم قمنا باختبار عدد فترات التأخير الملائمة لكل متغير لحين الحصول على النموذج الذي يحقق أفضل المعايير وذلك لضرورة أخذ أربعة فجوات زمنية.

- وجود علاقة سببية باتجاه واحد من (CANI) نحو (CAN) في المدى الطويل.

- هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشر داو جونز الإسلامي ونظيره الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي من خلال قيام باختبارات جوهانسن وإنجل-غرانجر للتكامل المشترك، وكنتيجة للدراسة توصلنا الى أن كل من مؤشر داو جونز الإسلامي والأخلاقي لهما تقارب حيث أن كل منهما يؤثر في الآخر ومن خلال تحليل تطور مرد ودية كل منهما.

الخاتمة العامة

من خلال دراستنا لهذا الموضوع الذي يهدف إلى محاولة تقدير مساحات التقارب بين معايير الانتقاء الاستثمارية في المالية الإسلامية و بين نظيرتها الأخلاقية، و الذي يبرز واقع تطبيقها على أرض الواقع في الأسواق المالية لا سيما بكندا نظرا لثقل حجم رسمته البورصية، وتبيان تأثير أداء مؤشراتته على سلوك وتوجه المستثمر من خلال دراسة مؤشري داو جونز الإسلامي (CANI) ونظيره الأخلاقي (CAN) لسوق الأسهم الكندي خلال الفترة الممتدة من (2005/01/01) إلى غاية (2014/12/31)، بما وفر لهذه الدراسة (2793) مشاهدة يومية للبيانات التاريخية لأسعار إغلاقهما، أي ما يعادل عشر (10) سنوات تتخللها أزمة الرهن العقاري، وذلك لمعرفة مدى تأثير متغيرات الدراسة ومستوى أداءها بالتقلبات المفاجئة التي شهدتها البورصات العالمية خلال ذات الفترة، لنصل في الأخير إلى تحليل أهم النتائج المتوصل إليها والتي تعالج إشكالية البحث المتمثلة في مدى التقارب بين قواعد الانتقاء للاستثمار في القطاعات التي تضمها كلا الماليتين، وفيما يلي بيان لذلك:

1- نتائج الدراسة واختبار صحة الفرضيات: يمكن حصر أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وفق شطرين،

حيث يتعلق الأول منهما بالجانب النظري وأما الآخر فهو يخص الجانب التطبيقي كما يلي:

1-1- النتائج المتعلقة بالجانب النظري واختبار صحة الفرضية الأولى:

لقد كان من شأن الإضطرابات المالية التي شهدتها البورصات العالمية في الآونة الأخير أن تخلق اهتماما عالميا بضرورة تعزيز القيم الأخلاقية وإشاعتها في المعاملات المالية التي تعد أساسا للمالية الأخلاقية وفي هذا الصدد تم إنشاء كرسي اليونسكو "الأخلاقيات الإقتصادية و الحقوق الإنسانية و الديمقراطية " في جامعة فريبورغ بسويسرا، وفي عام 2004م أنشئت في جامعة توريننتو بكندا مجلة " الأخلاقيات و الإقتصاد" (Economics and Ethics) تنشر أوراقا علمية بالفرنسية والإنجليزية؛ ولقد حققت المالية الإسلامية تطورا ملحوظا حيث سجلت زيادة في نمو أصولها المالية الإسلامية في السنوات الماضية الأخيرة إلى ما يقارب: 4000 بليون دولار أمريكي بالنسبة للصكوك و ما يقارب: 800 صندوق بالنسبة لصناديق الإستثمار حسب ما أشارت إليه بعض التقارير، وبعد استعراضنا لمختلف الجوانب النظرية للموضوع ومن خلال الدراسة التفصيلية التي ضمناها في مختلف فصوله وأجزائه، توصلنا إلى النتائج التالية:

الخاتمة العامة

- تهدف المالية الإسلامية من خلال أسواقها إلى وضع أدوات وبدائل استثمارية عن الأدوات والأساليب الاستثمارية المعتمد عليها في الأسواق المالية التقليدية، وذلك بسنها لمجموعة من الضوابط الأخلاقية والأحكام الشرعية كالاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، تحريم الربا، تحريم الغش والاحتكار...، وغيرها من الممارسات غير أخلاقية .

- تسعى المالية الأخلاقية للتوفيق بين أخلاقيات التعامل المالي والربحية على صعيد أسواقها المالية وذلك من خلال تحلي المتعاملين والمستثمرين والمساهمين بمجموعة من المبادئ والضوابط السلوكية والأخلاقية كالشفافية، المصدقية، الأمانة، التي من شأنها تجنب الوقوع في المخاطر الأخلاقية التي تستهدف الأسواق المالية.

- وجود هدف مشترك ما بين المالية الإسلامية ونظيرتها الأخلاقية يتمثل في جذب عدد كبير من المستثمرين من خلال أداء مؤشرات داو جونز الخاصة بأسواق كل منهما على حدى.

- جاءت فكرة إنشاء مؤشر داو جونز الإسلامي من خلال السعي إلى إيجاد أداة تقيس أداء الصناديق الإسلامية وذلك من خلال ما تتعاطاه الإستثمارات الإسلامية والتي لا تختلف مع الإستثمار الإجتماعي الأخلاقي وإنما تذهب إلى أبعد من ذلك في عملية غربلة البيانات المالية للشركة ما وتقوم على استثمار منخفض المديونية إجتماعي أخلاقي وغير مالي، حيث كان أول إطلاق لمؤشر داو جونز إسلامي في المنامة في فبراير 1999م.

- تهدف مؤشرات داو جونز الإسلامية إلى جذب أكبر قدر من المستثمرين، حيث يتم اختيار مكوناتها على أساس معايير انتقاء أسهم الشركات والقطاعات التي تستبعد الصناعات غير الأخلاقية والتي تكون مخالفة للشريعة الإسلامية من جهة وتطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات وهي ثلاث نسب وهي:

- أ- نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهرا) الرأسمالية الجارية أقل من 33%.

- ب- نسبة النقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى المتوسط السنوي (12 شهرا) للقيمة الرأسمالية الجارية أقل من 33%.

- ت- نسبة أوراق القبض إلى الأصول الكلية أقل من 45% ، كما هو الحال لمؤشرات داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (CANI) محل الدراسة.

الخاتمة العامة

- ث- تهدف مؤشرات داو جونز الأخلاقية هي الأخرى إلى تحقيق أكبر قدر من الاستثمارات كما هو الحال لمؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي (CAN).

ومن خلال النتائج النظرية السابقة، يتضح لنا أنه لا يوجد اختلاف كبير في بناء مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات داو جونز التقليدية من حيث الأساليب والآليات، وإنما يوجد اختلاف في خصائص السوق، كما أن السوق الإسلامي يخضع لاجتهادات أعضاء مجلس الشريعة الإشرافي (SHSB) عكس سوق الأسهم التقليدي، مع وجود تقارب ما بين مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي ونظيره الإسلامي لنفس السوق من حيث القطاعات التي يغطيها والشركات المدرجة فيه؛ وبذلك يتحقق لدينا عدم صحة الفرضية الأولى.

2-1- النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي واختبار صحة الفرضيات المتبقية:

نستنتج من خلال دراستنا القياسية أن المؤشر هو عبارة عن رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية، فهو الأداة الأكثر تعبيراً عن حالة الأسواق وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها، كما يقيس مستوى تغير أسعار مختلف الأوراق المالية ويؤثر على قرارات المستثمرين وذلك من خلال حركة الأسهم في السوق، كما تأثر مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي بعوامل خارجية تمثلت في أزمة الرهن العقاري 2008م والتي نتج عنها تغيرات هيكلية في حركة أسعار الأسهم للسوق ككل، فمن خلال تحليل مردودية المؤشر (CAN) تبين أن هناك تأثير سلبي للأزمة على أداءه، حيث عرفت أسعار إغلاق المؤشر تراجعاً واضحاً في حركتها طوال فترة الدراسة وهذا ما تم ملاحظته من خلال نتائج التحليل البياني للمردودية، مقارنة بالتطور الملحوظ لمردودية مؤشر داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي (CANI)، وهذا راجع إلى نقاط القوة التي حققها هذا المؤشر طوال فترة الدراسة، وعليه يمكن إثبات صحة الفرضية الثانية.

- لقد اتضح لنا أن هناك تشابهاً في سلوك مؤشري داو جونز الإسلامي ونظيره الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي، حيث يمكن تقسيم هذا السلوك إلى مرحلتين: مرحلة انخفاض المؤشرات سنة 2005م ومرحلة الصعود خلال سنة 2009م، إذ تبين أن كلا من السلسلتين الزمنيتين لمؤشري (CAN) و (CANI) مستقرتين ومتكاملتين من الدرجة الأولى، مع وجود علاقة ارتباط سببية باتجاه واحد من (CANI) نحو (CAN) في المدى الطويل، مما يوحي بوجود علاقة تكامل مشترك بينهما من خلال نتائج اختبارات جوهانسن وإنجل - غرانجر للتكامل المشترك؛ وعليه يتأكد لنا صحة الفرضيتين الثالثة والرابعة.

الخاتمة العامة

2- التوصيات: وبناء على النتائج النظرية و القياسية التي تم التوصل إليها، يمكننا وضع بعض التوصيات للأبحاث

اللاحقة ولعل من أهمها:

- ضرورة إنشاء أسواق مالية إسلامية تنضبط بالضوابط الشرعية كخطوة أولية نحو إقامة بورصات أوراق مالية عالمية من خلال التأصيل الفقهي وإعداد وتهيئة الكوادر والخبراء في هذا المجال، والتطرق إلى العوائق والعقبات التي تعترض طريق إنشائها، وتحليل البدائل الشرعية بصورة مفصلة وخاصة آلية تطبيقه.

- على القائمين على الاستثمارات الأخلاقية والمسؤولة اجتماعيا التعاون مع القائمين على المالية الإسلامية من أجل إيجاد مسارات شراكة والتعاون من أجل حياة أفضل للبشرية.

- ضرورة تعزيز الضابط الأخلاقي في الممارسات المالية على العموم و على مستوى عمليات الاستثمار و التمويل بصفة خاصة وذلك على صعيد الأسواق المالية العالمية.

- تطوير مختلف الآليات و الأساليب الهادفة لرفع كفاءة السوق المالي والتخفيف من حدة التقلبات السعرية التي تجعل المستثمر أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتيجيات الاستثمارية الفعالة وذلك من خلال وضع إجراءات لضبط حركة السوق.

- ضرورة العمل على تطوير أدوات مالية إسلامية وذلك باستحداث أدوات مالية مبتكرة جديدة، ولا يكتفوا بتكييف الأدوات المالية التقليدية في ميزان الشريعة الإسلامية، لجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية لتطوير سوق المالي الإسلامي.

الإهداء.....	IV-III
الشكر.....	V
الملخص.....	VI
قائمة المحتويات.....	VII
قائمة الجداول.....	VIII
قائمة الأشكال.....	XI
قائمة الملاحق.....	X
قائمة الاختصارات والرموز.....	XI-XII
المقدمة العامة.....	أ-م

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي العام للمالية الأخلاقية

تمهيد.....	2
المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المالية الأخلاقية	
المطلب الأول: مفهوم ومصادر القيم الأخلاقية في المعاملات المالية.....	11-03
المطلب الثاني: مراحل قيام المالية الأخلاقية.....	17-12
المطلب الثالث: دور وأهداف القيم المالية الأخلاقية.....	20-18
المبحث الثاني: واقع المالية الأخلاقية في الأسواق المالية	
المطلب الأول: أخلاقيات التعامل المالي في الأسواق المالية.....	22-21
المطلب الثاني: طبيعة أصناف المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية.....	30-23
المطلب الثالث: أساليب معالجة المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية.....	35-31

36..... خاتمة الفصل

الفصل الثاني: التنظير الاقتصادي والمقاصدي للمالية الإسلامية

38..... تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المالية الإسلامية

49-39..... المطلب الأول: مفهوم المالية الإسلامية وأدواتها

57-50..... المطلب الثاني: التطور التاريخي المعاصر للصناعة المالية الإسلامية

63-58..... المطلب الثالث: الضوابط الشرعية الحاكمة للمالية الإسلامية

المبحث الثاني: الأسواق المالية الإسلامية الماهية، وآليات عمل السوق المالية الإسلامية

66-64..... المطلب الأول: مفهوم ومبادئ عمل السوق المالية الإسلامية

68-67..... المطلب الثاني: أصناف الأسواق المالية الإسلامية

71-68..... المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية الإسلامية وأهم وظائفها

77-72..... المطلب الرابع: شروط قيام الأسواق المالية الإسلامية

78..... خاتمة الفصل

الفصل الثالث: قياس مدى التقارب بين مؤشرات داو جونز الإسلامي و الأخلاقي لسوق السهم

الكندي خلال الفترة (2014/12/31-2005/01/01)

80..... تمهيد

المبحث الأول: آليات عمل وحساب مؤشرات السواق المالية

89-81..... المطلب الأول: مفهوم و أنواع مؤشرات السواق المالية

92-90..... المطلب الثاني: مؤشرات داو جونز الأخلاقية لسوق السهم التقليدي

97-93..... المطلب الثالث: مؤشرات داو جونز لسوق السهم الإسلامي

المطلب الرابع: تحليل أثر معايير الانتقاء على أداء مؤشرات داو جونز الأخلاقي والإسلامي.....98-105

المبحث الثاني: تحليل التقارب بين مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي و الأخلاقي

المطلب الأول : التحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة.....106-107

المطلب الثاني: دراسة الإستقرارية لدى سلاسل متغيرات الدراسة.....108-119

المطلب الثالث:مناقشة نتائج الدراسة القياسية.....120

خاتمة الفصل.....121-122

الخاتمة العامة.....124-127

قائمة المراجع

الملاحق

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
14	مراحل المالية الأخلاقية	01-01
35	ركائز الحوكمة الشركات	02-01
46	أنواع الصكوك حسب قابليتها للتداول	01-02
103	يمثل منحى مردودية كلا المؤشرين (CAN) و (CANI)	01-03
107	منحى يوضح سلسلة مؤشر داو جونز الأخلاقي لسوق الأسهم الكندي CAN	02-03
107	منحى يوضح سلسلة داو جونز الإسلامي لسوق الأسهم الكندي CANI	03-03

*** قائمة المراجع ****** أولاً*: المراجع باللغة العربية:**

1- الكتب:

1-1- القرآن الكريم**1-2- الأحاديث :**

- الإمام محمد ابن إسماعيل البخاري: "صحيح البخاري"، موسوعة الحديث النبوي الشريف.

- الإمام مسلم بن الحجاج القشيري: "صحيح مسلم"، موسوعة الحديث النبوي الشريف.

1-4- المعاجم والتراجم

1- ابن منظور، لسان العرب، دار، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، سنة 1990.

2- أبو الحسين أحمد ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، دار الجيل، بيروت لبنان، ط1، 1991

3- أبو فضل جمال الدين محمد بن محرم بن منظور الإفريقي، لسان العرب، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط1954

4- الشرياضي أحمد، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، ط1981

5- الفيروز آبادي: "القاموس المحيط"، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، سنة 2009.

6- القونوي قاسم، أنيس الفقهاء في تعريف الألفاظ المتداولة بين الفقهاء، دار الوفاء، المملكة العربية السعودية، ط1

7- خالد بن جمعة بن عثمان الخرز، موسوعة الأخلاق، مكتبة أهل الأثر للنشر والتوزيع، الكويت، ط1، 2009.

1-5- كتب الاقتصاد:

1- البرواي محمد إسلام شعبان، بورصة أسواق المالية من المنظور إسلامي، درامة تحليله نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002.

2- البكري تامر، التسويق الأخضر وإعادة التدوير، دار المجد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط2015

3- البياتي منير حميد، حقوق الإنسان بين الشريعة والقانون، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامي، الدوحة-قطر، ط2002

4- التهامي عبد المنعم أحمد، أساسيات الاستثمار، مكتبة عين شمس، القاهرة، ط1992.

5- الخيضر أحمد محسن، حوكمة الشركات، مجموع النيل العربية، مصر، ط1، 2005.

6- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، ط2002م

7- الدوري زكريا علي صالح، إدارة الأعمال الدولية منظور سلوكي وإستراتيجي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009

8- الرفاعي محمد فادي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004

9- الزحيلي، وهبة، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق-سوريا، ط1، 2002

10- السري حسن، الاقتصاد الإسلامي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، ط1997

11- السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، ط2008

12- السيجاني محمد بن إبراهيم، التلاعب في الأسواق المالية صوره وأثاره، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة العشرون، مكة المكرمة، شوال 1431-أكتوبر 2010

- 13- السيد شحاتة عبد الوهاب نصر علي شحاتة ، المراجعة الحسابات و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة،الدار الجامعية،مصر، ط 2007
- 14-العرييد عصام فهد ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دارالرضا للنشر، دمشق، ط2، سنة2008
- 15-العمر فؤاد عبد الله ، مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره،البنك للتنمية،المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب،جدة،المملكة العربية السعودية،ط1، 2003
- 16-العبد عبد اللطيف محمد ،الأخلاق في الإسلام،مكتبة دارالعلوم،القاهرة،ط2، 1985
- 17-الغرياني الصادق عبد الرحمان ،مدونة الفقه المالكي وأدلته،مؤسسة الريان،بيروت،الجزء 3، 2002
- 18-الفلبوني سميحة ،شركات التجارية،دار النهضة العربية،القاهرة،ط3، 1993.
- 19-الفولي أسامة محمد ،زينب عوض الله،اقتصاديات النقود والتمويل،دار الجامعة الجديدة،مصر، ط2005
- 20-القرني عبد الحفيظ فرغلي علي ،البيوع في الإسلام،الصحوة للنشر والتوزيع،القاهرة،ط1، 1987
- 21-الكبي محمد سعد الدين ،المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام المكتب الإسلامي،بيروت،ط1، 2002
- 22-المصري يونس رفيق ،الاقتصاد والأخلاق،دار القلم،دمشق،ط1، 2005
- 23-المصري يونس رفيق ،فقه المعاملات المالية،دار القلم،دمشق،ط1، 2005.
- 24-الميلاد زكي ماجد ،تعلم القيم وتعليمها،تطور نظري تطبيقي،دار المسيرة،عمان،ط4، 2013
- 25-الناشف أنطوان،الهندي خليل ،العمليات المصرفية والسوق المالية،المؤسسة الحديثة لكتاب،لبنان،ط2000
- 26-النشار محمد عبد الفتاح ،الأسهم في سوق أوراق المالية،رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي،دار الجامعة الجديدة،إسكندرية،ط2006
- 27-الهندي منير إبراهيم ،أساسيات الاستثمار،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1999.
- 28-بشير محمد عثمان ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي،دار النفائس،عمان،ط1999.
- 29-بن سليمان بن آل سليمان مبارك ،أحكام التعامل في الأسواق المالية،دار الكنوز النشر والتوزيع،المملكة السعودية،ط1، 2005
- 30-بن هادي وليد ،أصول ضبط المعاملات المعاصرة،دم.ن ، ط1، سنة 2010.
- 31-حسين عبد المنعم ،الإنسان والمال في الإسلام،دار الطباعة للنشر،المنصورة،ط1، 1986
- 32-حماد طارق عبد العال ،حوكمة الشركات قطاع عام وخاص ومصارف (المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات) دارالجامعية،مصر، ط 2007
- 33-حمود سامي ،الوسائل استثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين البنوك التقليدية،المصارف الإسلامية،إتحاد المصارف العربية،1999.
- 34-حمودة محمد محمود ،الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،عمان،ط1، 2006
- 35-حميش عبد الحق ، سواط الحسين، فقه المعاملات المالية،دار البيارق،بيروت،ط1، 2001
- 36-حنفي عبد الغفار،الاستثمار في الأوراق المالية(أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)،الدار الجامعية،الإسكندرية،ط2000.

- 37-حنين محمد ،تحويل بورصة الأدوات المالية للعمل وفق الشريعة الإسلامية، دار النفائس،الأردن،ط2006
- 38-خالد أمين عبد الله ،الخلفية العلمية والعملية للتوريق،بحث منشور في الكتاب التوريق كأداة مالية حديثة،إتحاد الحضارة العربية،بيروت،ط1995
- 39-رفع عبد الرحمن النجدي،المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،2010م.
- 40-رضوان سمير عبد الحميد ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية وصناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،مصر،ط1، 2005.
- 41-سفر أحمد ،المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية المؤسسة الحديثة للكتاب،لبنان،ط2006
- 42-سلمان المحمدي أحمد ،الضوابط الأخلاقية والاقتصاد الإسلامي،دار غيداء للنشر والتوزيع،عمان،ط2014.
- 43-سليمان محمد مصطفى ،حوكمة الشركات ودور الأعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين،الدار الجامعية،الإسكندرية،2008
- 44-سوبره أنور مصباح ،شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي،مؤسسة الرسالة الناشر،لبنان،ط2004.
- 45-شبرا محمد ،الإسلام والتحدي الاقتصادي،المعهد العالمي للفكر الإسلامي،الأردن-عمان،ط1، 1996
- 46-شطناوي زكريا سلامة عيسى ،الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور اقتصادية إسلامي،دار النفائس للنشر والتوزيع،الأردن،ط2009.
- 47-شوقي أحمد دنيا ،التلاعب في الأسواق المالية،المجمع الفقهي الإسلامي،الدورة العشرون ،مكة المكرمة،محرم 1432-ديسمبر2010.
- 48-صبري محمد هارون ،أحكام أسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي ،دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع،عمان ط1999.
- 49-عبيد توفيق ،الاستثمار في الأوراق المالية،مكتبة عين شمس،القاهرة،دط،دس.
- 50-عطية، عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2005.
- 51-عيد عادل عبد الفضيل ،الربح والخسارة في المعاملات المصارف الإسلامية،دراسة مقارنة،دار الفكر الجامعي،الإسكندرية،ط1، 2007.
- 52-فكري أحمد نعمان ،النظرية الاقتصادية في الإسلام،توزيع المكتب الإسلامي،دار القلم للنشر،بيروت-دبي،ط1، 1985.
- 53-قطب سيد ،الإسلام ومشكلات الحضارة،دار الشروق،بيروت،ط9، 1988.
- 54-قنطجي سامر مظهر ،صناعة التمويل في المضاربة والمؤسسات المالية الإسلامية،شعاع للنشر والعلوم،سوريا-حلب،ط2010.
- 55-ميدون إيمان ،البعد الأخلاقي في التسويق،دار هومة للنشر والتوزيع،الجزائر،سنة 2015.

56-نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة ومسؤوليات الأعمال في شركات الأعمال ،الوراق للنشر والتوزيع،عمان-الأردن، ط1، 2006.

57-هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1999.

58-واثق حمد أبو عمر ، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط1، سنة2003م .

2- الرسائل والأطروحات جامعية:

1- بن زعرورة لعونيت،عدوكة لخضر،مكانة الأدوات المالية الإسلامية في النظام المصرفي في الجزائر،جامعة معسكر،الجزائر،2012.

2- رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل دكتوراه في علوم الاقتصاد كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، سنة 2006/2005.

3- زايد عبد السلام،الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية،معهد العلوم الاقتصادية والتجارية والعلوم التسيير،تبسه،الجزائر،دس.

4- شادي أحمد الزهرة ،الأسواق المالية الناشئة دورها في التنمية الاقتصادية في البلدان النامية،رسالة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد،كلية الاقتصاد،جامعة دمشق،2008.

5- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنضبط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة لنيل متطلبات الدكتوراه في علوم اقتصادية،كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف،2013-2014.

6- عبد الحفيظ بن سامي،ضوابط الاستثمار في الاقتصاد إسلامي،مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي كلية علوم اجتماعية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة 2007-2008 .

7- عبد الفتاح محمد صلاح،البورصة من منظور إسلامي التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار،بحث مقدم لاستكمال درجة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي،الجامعة الأمريكية المفتوحة بواشنطن،مكتب القاهرة،1429هـ-2008م

8- ناصر حسين،الشجاع المطيري،المبادلة بين المنفعة المالية والممارسة الأخلاقية في شركات المساهمة العامة الكويتية،المدرجة في سوق للأوراق المالية رسالة لنيل متطلبات ماجستير ،كلية الأعمال،جامعة الشرق الأوسط،2012.

9- نبيل خليل طه سمور،سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأسمال إسلامي في ماليزيا رسالة ماجستير في إدارة الأعمال جامعة الإسلامية غزة،2007.

3- الملتقيات:

1-إبراهيم زياد مقداد،الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال مؤتمر العلمي الأول حول"الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة"،كلية التجارة بالجامعة الإسلامية-غزة 08-09/05/2005.

2-أحمد معي الدين أحمد،حدود الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكيد من الالتزام بأحكام الشريعة،مجمع أبحاث المؤتمر الثاني الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين،2003.

- 3- اشرف دوابه، نحو السوق مالية عربية ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر التجارة العربية البنية والتعامل الاقتصاد العربي، الأردن، 2004.
- 4- الحلاق سعيد، الأزمة المالية العالمية من المنظور الإسلامي، مؤتمر حول تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ-مصر، 04-05/04/2009.
- 5- الشايحي، وليد خالد، صكوك استثمار الشرعية، مؤتمر دولي حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005.
- 6- الطيب الداودي، مهاوات لعبيدي أخلاقيات التمويل في الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر العلمي الدولي الثاني حول "دور التمويل إسلامي غير الربحي (الزكاة والوقف) في تحقيق التنمية المستدامة" مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة سعد دحلب بالبليدة، الجزائر، 20-21/05/2013.
- 7- جمال لعمارة، تحديات السوق المالي إسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة، يومي 21-22/11/2006.
- 8- حنان إبراهيم النجار ؛ آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي و متطلباته في أسواق المال العالمية : المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول : مؤشرات الأسواق الأسهم، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة
- 9- حنان العمراوي، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة 03-04/12/2012
- 10- رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر العالمي التاسع حول "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"
- 11- عبد القادر بربيش ،حمو محمد، البعد السلوكي والأخلاقي الحوكمة الشركات ودورها في تقليل من أثار الأزمة العالمية المالية، الملتقى الدولي العالمي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ،جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 12- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 16-18 صفر 1428/06-08 مارس 2006
- 13- كمال توفيق حطاب، نحو الأسواق المالية الإسلامية، مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى-السعودية، 2005.
- 14- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الإمارات العربية المتحدة ، 2007.
- 15- محمد زياد سلامة البيخيت، سوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإدارية، 15-16/12/2010.

4- المجلات، الدوريات و التقارير:

- 1- أحمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة التنمية من منظور إسلامي، الأردن، 1991
- 2- الشيخ مصطفى ملا أوغلو، المبادئ الأخلاقية في التعامل المالي، بحث مقدم للدورة الثامنة عشرة للمجلس دبلن 2008
- 3- القرة داغي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، جدة، العدد 6، الجزء 8، 1990
- 4- جون سولفيان والكسندر شكو لنيكوف، أخلاقيات العمل المكون الرئيسي لحوكومات الشركات، ورقة عمل مقدمة إلى مركز المشروعات الدولية خاصة 2006/1/12.
- 5- حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004.
- 6- رفعت العوضي، الضوابط والمعايير الاستثمار في المنهج الإسلامي، مجلة البنوك الإسلامية، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية القاهرة، العدد 24، ديسمبر 1994.
- 7- زهير غرابية، ترقو محمد، "التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع 02، سنة 2013م.
- 8- سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي"، مجلة مركز صالح عبد الله لاقتصاد إسلامي، جامعة الأزهر، العدد 21، 2007.
- 9- عبد الرزاق بلعباس، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، الدراسات الإسلامية، العدد 1، المجلد 18.
- 10- عبد الرزاق بلعباس، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، حوار الأربعاء، رقم 27، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/04/21.
- 11- زايد عبد السلام: "الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة علوم إنسانية، الجزائر، السنة السادسة، العدد: 38، صيف 2008. <http://www.ulum.nl>
- 12- عبد الكريم قندوز: "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المجلد 20، العدد 2، سنة 2007.
- 13- عز الدين خوجة، تطور ونشأة الصناعة المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الوحدة 03.
- 14- علي محمد صالح فتح الرحمان، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، الخرطوم، 2008
- 15- محمد أنس الزرقاء، قواعد المبادلات في الفقه الإسلامي، مجلة بحوث في الاقتصاد الإسلامي، الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي، العدد 02، المجلد 01، 1991.
- 16- محمد علي القرى، نحو السوق المالية الإسلامية، مجلة دراسات اقتصاد إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، العدد 01، المجلد 01، 1993.

17- محمد عمر عبد الحلیم، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، 1998.

18- مفتاح صالح سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في السوق الأوراق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 13، جوان 2013.

19- يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات والتشريعات الأزمة لسلامة التطبيق مبادئ وممارسة حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية لتنمية الإدارية، مصر، 2009.

5-الموقع الإلكتروني:

1-أسامة علي الفقير الربابعة، المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية (دراسة حالة): جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، من على الموقع: [https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=](https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=2016.10:05/04/26) تاريخ الإطلاع:

2-Dow Jones Indexes to launch Islamic Market index for turkey », sept 28-2004, www.djindexes.com /mdsidx/htm/presrelese/press.hist 2004.htm

3-خالد الطراولي، الأزمة المالية ومعالم البديل الإسلامي (المصفاة الأخلاقية)، من على الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/3BAAB5E4-3746-441E-9050-99FF17A74D89.htm> تاريخ الإطلاع: 12-04-2016

4-Islamic Market Indexes , Available at https://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Islamic_Market_Index . Consulted: (24/04/2016).10:54

5-Rushdi Siddiqui; (2000) « DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX » Islamic banking and Finance America; 2000 Juiy 14-16 , Available at : <http://www.borsaistanbul.com/docs/defaultsource/research/rushdi-siddiqui.pdf?> . Consulted :(14/04/2016).

6-Sam Hakim&Monochehr Rashidian ,“ Risk & return of islamic Stock Market Indexes“ , Available at : <http://mafhoum.com/press4/136E15.pdf> ,cnstulted: 26/04/2016.,.10:22

7-Dow Jones Indexes ; <http://press.djindexes.com/index> . Consultation : (24/4/2016).

8-[Dow Jones Islamic Market IndexesSM - Dow Jones Indexes](https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes)m, Available at : https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes 10:26. . Consulted :23/04/2016

9-حسام الدين محمد، داو جونز النسخة الإسلامية 2004/10/20، من على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/>:09.55 تاريخ 2016/04/26 -1

10-Jean-Yves MOISSERON (2014); *Islamic finance: a review of the literature*, Working Paper, IPAG Business School, Paris, pp: 01-20. available at:

<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html> Consulted (30/07/2015)

* ثانيا * : المراجع باللغة الفرنسية:

- 1-Bourbonnais, Régis (2015), **Econométrie**, DUNOD, Paris, 9^{ème} Editio
- 2-Daft , Richard L (2003) , Management , South- western& Collage Publishing, Canada
- 3-Dembe , Allard E . and leslie I .Boden(2003.) ; Moral Hazard : Aquestion Morality ? New solutions 3(10)
- 4-Dion, Michel (2010); Les fonds mutuels éthiques américains: La présence de croyances organisationnelles au cœur de la performance sociale et financière, *Ethique et économique / Ethics and Economics*, Vol. 7, No.1(2010).,
- 5-Dowd , Kevin (2009); Moral Hazard and the Financial Crisis ; Cato Journal .29 (1)
- 6-Francais Guérauger(2009).finance islamique . Une illustration de la finance éthique . Dounod , Paris.
- 7-Frank .k Reilly ,Keith. C ,Brown,(2003); *Investment-Analysis and Portfolio Management*, 7th ed , Australia Thomson , South Western
- 8-Frank Vogel, Samuel Hayes (1998), *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer law International, Boston, USA. Fuaad .A Qureshi, Mathew M. Millet (1999); *An Introduction to Islamic Finance*, Harvard Business School, note paper N°9-200-002, Rev. October 27, 1999.
- 9-Jeremy Bentham (1781) ,An Introduction to The principles of moral and legalisation. Batoche Books .Kitchener 2000
- Kaouther Jouaber Snoussi (2012), *La Finance Islamique*, Edition la Découverte, Paris, France
- 10-Krugman ,paul(2009) ; The return of Depression Economics and the Crisis of 2008 ;W.W.N orton Company Limited 2009
- 11-Leng, Allan Chany Aik and Abu Manser, Shazali,2005 Can Good Corporate Governance Practices Contribute to Firms, Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies, *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 1 No. 4 , 2005.
- 12-Meyer-Bisch, Patrice(2003). L'éthique économique: une contrainte méthodologique et une condition d'effectivité des droits humains, *Economie Ethique*, Paris: UNESCO. N°5 SHS-2003
- 13-Nagaoka Shinsuke(2012); *Critical Overview of the History of Islamic Economics: Formation, Transformation, and New Horizons*, *Asian and African Area Studies*, Kyoto University, Vol: 11
- 14-Ngouo, Leon (1997). "Responsibility and Transparence in Gouvernamental Organisation in Cameron: A Review of Institutionnel Arrangements" *International Review of Administrative Sciences*, Vol 63, No14
- 15-Nodira Akhmedkhodjaeva, Mohamed Choukhri, Arthur Vaillant(2001)(, *Ethique de la finance et l'exemple de la finance islamique*, CERDI16-
- 16-Perrot, Étienne(2001) ;Les placements éthiques dans la régulation du capitalisme, *Revue Projet*, n°266, Juin(2001),

- 17-S abate Juan(2003); Puent Esther , Empirical Analysais of the Relationship Betwee Corporate Reputation and Financial Performance : A Survey of the Literature, Corporate Reputation Review, Vol. 6 No. 2 , July 2003
- 18- Sandrine Lardic et Valérie Mignon (2002), **Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières**, Economica, Paris,
- 19-Simpson Gary(2002) Kohers Theodor. The Link between Corporate Social and Financial Performance Evidence from the Banking Industry, Journal of Business Ethiscs, Vol. 35 No. 2, Jan 2002
- 20-Timur Kuran (1997), *The Genesis of Islamic Economics: a Chapter in the Politics of Muslim Identity*, Social Research, vol.64, N°2; Summer,
- 21-zamir iqbal (1997) , *islamic financial systems*, finance& development,vol34 ,n°02,june,1997
- 22-Zvi Bodie ,(2001); Essentials of Investments; 4th ed, Boston, McGraw-Hill
- 23-Ethique économique, droits humains et démocratie, Chaire UNESCO pour les droits de l'homme et la démocratie, Institut Interdisciplinaire d'Ethique et des Droits de l'Homme ,Université de Fribourg, Suisse.

*** قائمة المراجع ****** أولاً*: المراجع باللغة العربية:**

1- الكتب:

1-1- القرآن الكريم**1-2- الأحاديث :**

- الإمام محمد ابن إسماعيل البخاري: "صحيح البخاري"، موسوعة الحديث النبوي الشريف.

- الإمام مسلم بن الحجاج القشيري: "صحيح مسلم"، موسوعة الحديث النبوي الشريف.

1-4- المعاجم والتراجم

1- ابن منظور، لسان العرب، دار، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، سنة 1990.

2- أبو الحسين أحمد ابن فارس، معجم مقاييس اللغة، دار الجيل، بيروت لبنان، ط1، 1991

3- أبو فضل جمال الدين محمد بن محرم بن منظور الإفريقي، لسان العرب، دار الفكر، بيروت، لبنان، ط1954

4- الشرياضي أحمد، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، بيروت، لبنان، ط1981

5- الفيروز آبادي: "القاموس المحيط"، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، الطبعة الثالثة، سنة 2009.

6- القونوي قاسم، أنيس الفقهاء في تعريف الألفاظ المتداولة بين الفقهاء، دار الوفاء، المملكة العربية السعودية، ط1

7- خالد بن جمعة بن عثمان الخرز، موسوعة الأخلاق، مكتبة أهل الأثر للنشر والتوزيع، الكويت، ط1، 2009.

1-5- كتب الاقتصاد:

1- البرواي محمد إسلام شعبان، بورصة أسواق المالية من المنظور إسلامي، درامة تحليله نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، ط1، 2002.

2- البكري تامر، التسويق الأخضر وإعادة التدوير، دار المجد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط2015

3- البياتي منير حميد، حقوق الإنسان بين الشريعة والقانون، وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامي، الدوحة-قطر، ط2002

4- التهامي عبد المنعم أحمد، أساسيات الاستثمار، مكتبة عين شمس، القاهرة، ط1992.

5- الخيضر أحمد محسن، حوكمة الشركات، مجموع النيل العربية، مصر، ط1، 2005.

6- الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، ط2002م

7- الدوري زكريا علي صالح، إدارة الأعمال الدولية منظور سلوكي وإستراتيجي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009

8- الرفاعي محمد فادي، المصارف الإسلامية، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، ط1، 2004

9- الزحيلي، وهبة، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق-سوريا، ط1، 2002

10- السري حسن، الاقتصاد الإسلامي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، ط1997

11- السعد أحمد، الأسواق المالية المعاصرة، دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، ط2008

12- السيجاني محمد بن إبراهيم، التلاعب في الأسواق المالية صوره وأثاره، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة العشرون، مكة المكرمة، شوال 1431-أكتوبر 2010

- 13- السيد شحاتة عبد الوهاب نصر علي شحاتة ، المراجعة الحسابات و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة،الدار الجامعية،مصر، ط 2007
- 14-العرييد عصام فهد ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دارالرضا للنشر، دمشق، ط2، سنة2008
- 15-العمر فؤاد عبد الله ، مقدمة في تاريخ الاقتصاد الإسلامي وتطوره،البنك للتنمية،المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب،جدة،المملكة العربية السعودية،ط1، 2003
- 16-العبد عبد اللطيف محمد ،الأخلاق في الإسلام،مكتبة دارالعلوم،القاهرة،ط2، 1985
- 17-الغرياني الصادق عبد الرحمان ،مدونة الفقه المالكي وأدلته،مؤسسة الريان،بيروت،الجزء 3، 2002
- 18-الفلبوني سميحة ،شركات التجارية،دار النهضة العربية،القاهرة،ط3، 1993.
- 19-الفولي أسامة محمد ،زينب عوض الله،اقتصاديات النقود والتمويل،دار الجامعة الجديدة،مصر، ط2005
- 20-القرني عبد الحفيظ فرغلي علي ،البيوع في الإسلام،الصحوة للنشر والتوزيع،القاهرة،ط1، 1987
- 21-الكبي محمد سعد الدين ،المعاملات المالية المعاصرة في ضوء الإسلام المكتب الإسلامي،بيروت،ط1، 2002
- 22-المصري يونس رفيق ،الاقتصاد والأخلاق،دار القلم،دمشق،ط1، 2005
- 23-المصري يونس رفيق ،فقه المعاملات المالية،دار القلم،دمشق،ط1، 2005.
- 24-الميلاد زكي ماجد ،تعلم القيم وتعليمها،تطور نظري تطبيقي،دار المسيرة،عمان،ط4، 2013
- 25-الناشف أنطوان،الهندي خليل ،العمليات المصرفية والسوق المالية،المؤسسة الحديثة لكتاب،لبنان،ط2000
- 26-النشار محمد عبد الفتاح ،الأسهم في سوق أوراق المالية،رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي،دار الجامعة الجديدة،إسكندرية،ط2006
- 27-الهندي منير إبراهيم ،أساسيات الاستثمار،المكتب العربي الحديث،الإسكندرية،1999.
- 28-بشير محمد عثمان ،المعاملات المالية المعاصرة في الفقه الإسلامي،دار النفائس،عمان،ط1999.
- 29-بن سليمان بن آل سليمان مبارك ،أحكام التعامل في الأسواق المالية،دار الكنوز النشر والتوزيع،المملكة السعودية،ط1، 2005
- 30-بن هادي وليد ،أصول ضبط المعاملات المعاصرة،دم.ن ، ط1، سنة 2010.
- 31-حسين عبد المنعم ،الإنسان والمال في الإسلام،دار الطباعة للنشر،المنصورة،ط1، 1986
- 32-حماد طارق عبد العال ،حوكمة الشركات قطاع عام وخاص ومصارف (المفاهيم، المبادئ، التجارب، المتطلبات) دارالجامعية،مصر، ط 2007
- 33-حمود سامي ،الوسائل استثمارية للبنوك الإسلامية في حاضرها والإمكانات المحتملة لتطويرها والمقارنة بينها وبين البنوك التقليدية،المصارف الإسلامية،إتحاد المصارف العربية،1999.
- 34-حمودة محمد محمود ،الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،عمان،ط1، 2006
- 35-حميش عبد الحق ، سواط الحسين، فقه المعاملات المالية،دار البيارق،بيروت،ط1، 2001
- 36-حنفي عبد الغفار ،الاستثمار في الأوراق المالية(أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)،الدار الجامعية،الإسكندرية،ط2000.

- 37-حنين محمد ،تحويل بورصة الأدوات المالية للعمل وفق الشريعة الإسلامية، دار النفائس،الأردن،ط2006
- 38-خالد أمين عبد الله ،الخلفية العلمية والعملية للتوريق،بحث منشور في الكتاب التوريق كأداة مالية حديثة،إتحاد الحضارة العربية،بيروت،ط1995
- 39-رفع عبد الرحمن النجدي،المعايير الشرعية،هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية،2010م.
- 40-رضوان سمير عبد الحميد ،المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية وصناعة أدواتها،دار النشر للجامعات،مصر،ط1، 2005.
- 41-سفر أحمد ،المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية المؤسسة الحديثة للكتاب،لبنان،ط2006
- 42-سلمان المحمدي أحمد ،الضوابط الأخلاقية والاقتصاد الإسلامي،دار غيداء للنشر والتوزيع،عمان،ط2014.
- 43-سليمان محمد مصطفى ،حوكمة الشركات ودور الأعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين،الدار الجامعية،الإسكندرية،2008
- 44-سوبره أنور مصباح ،شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي،مؤسسة الرسالة الناشر،لبنان،ط2004.
- 45-شبرا محمد ،الإسلام والتحدي الاقتصادي،المعهد العالمي للفكر الإسلامي،الأردن-عمان،ط1، 1996
- 46-شطناوي زكريا سلامة عيسى ،الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور اقتصادية إسلامي،دار النفائس للنشر والتوزيع،الأردن،ط2009.
- 47-شوقي أحمد دنيا ،التلاعب في الأسواق المالية،المجمع الفقهي الإسلامي،الدورة العشرون ،مكة المكرمة،محرم 1432-ديسمبر2010.
- 48-صبري محمد هارون ،أحكام أسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي ،دار النفائس للطباعة والنشر والتوزيع،عمان ط1999.
- 49-عبيد توفيق ،الاستثمار في الأوراق المالية،مكتبة عين شمس،القاهرة،دط،دس.
- 50-عطية، عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط2005.
- 51-عيد عادل عبد الفضيل ،الربح والخسارة في المعاملات المصارف الإسلامية،دراسة مقارنة،دار الفكر الجامعي،الإسكندرية،ط1، 2007.
- 52-فكري أحمد نعمان ،النظرية الاقتصادية في الإسلام،توزيع المكتب الإسلامي،دار القلم للنشر،بيروت-دبي،ط1، 1985.
- 53-قطب سيد ،الإسلام ومشكلات الحضارة،دار الشروق،بيروت،ط9، 1988.
- 54-قنطحي سامر مظهر ،صناعة التمويل في المضاربة والمؤسسات المالية الإسلامية،شعاع للنشر والعلوم،سوريا-حلب،ط2010.
- 55-ميدون إيمان ،البعد الأخلاقي في التسويق،دار هومة للنشر والتوزيع،الجزائر،سنة 2015.

56-نجم عبود نجم، أخلاقيات الإدارة ومسؤوليات الأعمال في شركات الأعمال ،الوراق للنشر والتوزيع،عمان-الأردن، ط1، 2006.

57-هندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط1999.

58-واثق حمد أبو عمر ، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط1، سنة2003م .

2- الرسائل والأطروحات جامعية:

1- بن زعرورة لعونيت،عدوكة لخضر،مكانة الأدوات المالية الإسلامية في النظام المصرفي في الجزائر،جامعة معسكر،الجزائر،2012.

2- رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل دكتوراه في علوم الاقتصاد كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر ، سنة 2006/2005.

3- زايد عبد السلام،الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية،معهد العلوم الاقتصادية والتجارية والعلوم التسيير،تبسه،الجزائر،دس.

4- شادي أحمد الزهرة ،الأسواق المالية الناشئة دورها في التنمية الاقتصادية في البلدان النامية،رسالة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد،كلية الاقتصاد،جامعة دمشق،2008.

5- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنضبط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة لنيل متطلبات الدكتوراه في علوم اقتصادية،كلية علوم اقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف،2013-2014.

6- عبد الحفيظ بن سامي،ضوابط الاستثمار في الاقتصاد إسلامي،مذكرة مقدمة لنيل درجة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي كلية علوم اجتماعية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة 2007-2008 .

7- عبد الفتاح محمد صلاح،البورصة من منظور إسلامي التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار،بحث مقدم لاستكمال درجة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي،الجامعة الأمريكية المفتوحة بواشنطن،مكتب القاهرة،1429هـ-2008م

8- ناصر حسين،الشجاع المطيري،المبادلة بين المنفعة المالية والممارسة الأخلاقية في شركات المساهمة العامة الكويتية،المدرجة في سوق للأوراق المالية رسالة لنيل متطلبات ماجستير ،كلية الأعمال،جامعة الشرق الأوسط،2012.

9- نبيل خليل طه سمور،سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأسمال إسلامي في ماليزيا رسالة ماجستير في إدارة الأعمال جامعة الإسلامية غزة،2007.

3- الملتقيات:

1-إبراهيم زياد مقداد،الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال مؤتمر العلمي الأول حول"الاستثمار والتمويل في فلسطين بين أفاق التنمية والتحديات المعاصرة"،كلية التجارة بالجامعة الإسلامية-غزة 08-09/05/2005.

2-أحمد معي الدين أحمد،حدود الشرعية وإدارة المؤسسات المالية الإسلامية في التأكيد من الالتزام بأحكام الشريعة،مجمع أبحاث المؤتمر الثاني الهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية،البحرين،2003.

- 3- اشرف دوابه، نحو السوق مالية عربية ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر التجارة العربية البنية والتعامل الاقتصاد العربي، الأردن، 2004.
- 4- الحلاق سعيد، الأزمة المالية العالمية من المنظور الإسلامي، مؤتمر حول تداعيات الأزمة المالية وأثرها على اقتصاديات الدول العربية، شرم الشيخ-مصر، 04-05/04/2009.
- 5- الشايحي، وليد خالد، صكوك استثمار الشرعية، مؤتمر دولي حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون الإمارات العربية المتحدة، مارس 2005.
- 6- الطيب الداودي، مهاوات لعبيدي أخلاقيات التمويل في الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر العلمي الدولي الثاني حول "دور التمويل إسلامي غير الربحي (الزكاة والوقف) في تحقيق التنمية المستدامة" مخبر التنمية الاقتصادية والبشرية في الجزائر، جامعة سعد دحلب بالبليدة، الجزائر، 20-21/05/2013.
- 7- جمال لعمارة، تحديات السوق المالي إسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة، يومي 21-22/11/2006.
- 8- حنان إبراهيم النجار ؛ آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي و متطلباته في أسواق المال العالمية : المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول : مؤشرات الأسواق الأسهم، كلية الشريعة و القانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة
- 9- حنان العمراوي، فاعلية الهندسة المالية الإسلامية في تحقيق التنمية المستدامة الملتقى الدولي حول مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة 03-04/12/2012
- 10- رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، بحث مقدم لمؤتمر العالمي التاسع حول "الشروط المهنية والفنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"
- 11- عبد القادر بريش ،حمو محمد، البعد السلوكي والأخلاقي الحوكمة الشركات ودورها في تقليل من أثار الأزمة العالمية المالية، الملتقى الدولي العالمي حول "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ،جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
- 12- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بأدوات المالية الشرعية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 16-18 صفر 1428/06-08 مارس 2006
- 13- كمال توفيق حطاب، نحو الأسواق المالية الإسلامية، مؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى-السعودية، 2005.
- 14- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق المالية، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، الإمارات العربية المتحدة ، 2007.
- 15- محمد زياد سلامة البيخيت، سوق المالي الإسلامي صمام أمان لأزمات المستقبل المالية، المؤتمر الدولي الرابع حول "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الإدارية، 15-16/12/2010.

4- المجلات، الدوريات و التقارير:

- 1- أحمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، ماهية السوق الإسلامية لرأس مال وإمكانية تطويرها، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة التنمية من منظور إسلامي، الأردن، 1991
- 2- الشيخ مصطفى ملا أوغلو، المبادئ الأخلاقية في التعامل المالي، بحث مقدم للدورة الثامنة عشرة للمجلس دبلن 2008
- 3- القرة داغي، الأسواق المالية، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، جدة، العدد 6، الجزء 8، 1990
- 4- جون سولفيان والكسندر شكو لنيكوف، أخلاقيات العمل المكون الرئيسي لحوكومات الشركات، ورقة عمل مقدمة إلى مركز المشروعات الدولية خاصة 2006/1/12.
- 5- حسان حضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية، تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، مارس 2004.
- 6- رفعت العوضي، الضوابط والمعايير الاستثمار في المنهج الإسلامي، مجلة البنوك الإسلامية، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية القاهرة، العدد 24، ديسمبر 1994.
- 7- زهير غرابية، ترقو محمد، "التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، ع 02، سنة 2013م.
- 8- سليمان ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي"، مجلة مركز صالح عبد الله لاقتصاد إسلامي، جامعة الأزهر، العدد 21، 2007.
- 9- عبد الرزاق بلعباس، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، الدراسات الإسلامية، العدد 1، المجلد 18.
- 10- عبد الرزاق بلعباس، التمويل الإسلامي بين الأخلاق والأخلاقيات، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، حوار الأربعاء، رقم 27، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/04/21.
- 11- زايد عبد السلام: "الهندسة المالية مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة علوم إنسانية، الجزائر، السنة السادسة، العدد: 38، صيف 2008. <http://www.ulum.nl>
- 12- عبد الكريم قندوز: "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، المجلد 20، العدد 2، سنة 2007.
- 13- عز الدين خوجة، تطور ونشأة الصناعة المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الوحدة 03.
- 14- علي محمد صالح فتح الرحمان، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية، الخرطوم، 2008
- 15- محمد أنس الزرقاء، قواعد المبادلات في الفقه الإسلامي، مجلة بحوث في الاقتصاد الإسلامي، الجمعية الدولية للاقتصاد الإسلامي، العدد 02، المجلد 01، 1991.
- 16- محمد علي القرى، نحو السوق المالية الإسلامية، مجلة دراسات اقتصاد إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، العدد 01، المجلد 01، 1993.

17- محمد عمر عبد الحلیم، الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، 1998.

18- مفتاح صالح سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في السوق الأوراق المالية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 13، جوان 2013.

19- يوسف محمد طارق، حوكمة الشركات والتشريعات الأزمة لسلامة التطبيق مبادئ وممارسة حوكمة الشركات، منشورات المنظمة العربية لتنمية الإدارية، مصر، 2009.

5-الموقع الإلكتروني:

1-أسامة علي الفقير الربابعة، المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية (دراسة حالة): جامعة اليرموك، المملكة الأردنية الهاشمية، من على الموقع: <https://www.researchgate.net/file.PostFileLoader.html?id=2016.10:05/04/26> تاريخ الإطلاع:

2-Dow Jones Indexes to launch Islamic Market index for turkey », sept 28-2004, www.djindexes.com /mdsidx/htm/presrelese/press.hist 2004.htm

3-خالد الطراولي، الأزمة المالية ومعالم البديل الإسلامي (المصفاة الأخلاقية)، من على الموقع الإلكتروني: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/3BAAB5E4-3746-441E-9050-99FF17A74D89.htm> تاريخ الإطلاع: 12-04-2016

4-Islamic Market Indexes , Available at https://en.wikipedia.org/wiki/Dow_Jones_Islamic_Market_Index . Consulted: (24/04/2016).10:54

5-Rushdi Siddiqui; (2000) « DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX » Islamic banking and Finance America; 2000 Juiy 14-16 , Available at : <http://www.borsaistanbul.com /docs/defaultsource /research /rushdi-siddiqui.pdf?> . Consulted :(14/04/2016).

6-Sam Hakim&Monochehr Rashidian ,“ Risk & return of islamic Stock Market Indexes“ , Available at : <http://mafhoum.com/press4/136E15.pdf> ,cnstulted: 26/04/2016.,.10:22

7-Dow Jones Indexes ; <http://press.djindexes.com/index> . Consultation : (24/4/2016).

8-[Dow Jones Islamic Market IndexesSM - Dow Jones Indexes](https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes)m, Available at : https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/rulebooks/Dow_Jones_Islamic_Market_Indexes 10:26. . Consulted :23/04/2016

9-حسام الدين محمد، داو جونز النسخة الإسلامية 2004/10/20، من على الموقع:

<http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/09/>:09.55 تاريخ 2016/04/26 -1

10-Jean-Yves MOISSERON (2014); *Islamic finance: a review of the literature*, Working Paper, IPAG Business School, Paris, pp: 01-20. available at:

<http://www.ipag.fr/fr/accueil/la-recherche/publications-WP.html> Consulted (30/07/2015)

* ثانيا * : المراجع باللغة الفرنسية:

- 1-Bourbonnais, Régis (2015), **Econométrie**, DUNOD, Paris, 9^{ème} Editio
- 2-Daft , Richard L (2003) , Management , South- western& Collage Publishing, Canada
- 3-Dembe , Allard E . and leslie I .Boden(2003.) ; Moral Hazard : Aquestion Morality ? New solutions 3(10)
- 4-Dion, Michel (2010); Les fonds mutuels éthiques américains: La présence de croyances organisationnelles au cœur de la performance sociale et financière, *Ethique et économique / Ethics and Economics*, Vol. 7, No.1(2010),.
- 5-Dowd , Kevin (2009); Moral Hazard and the Financial Crisis ; Cato Journal .29 (1)
- 6-Francais Guérauger(2009), finance islamique . Une illustration de la finance éthique . Dounod , Paris.
- 7-Frank .k Reilly ,Keith. C ,Brown,(2003); *Investment-Analysis and Portfolio Management*, 7th ed , Australia Thomson , South Western
- 8-Frank Vogel, Samuel Hayes (1998), *Islamic Law and Finance: Religion, Risk and Return*, Kluwer law International, Boston, USA. Fuaad .A Qureshi, Mathew M. Millet (1999); *An Introduction to Islamic Finance*, Harvard Business School, note paper N°9-200-002, Rev. October 27, 1999.
- 9-Jeremy Bentham (1781) ,An Introduction to The principles of moral and legalisation. Batoche Books .Kitchener 2000
- Kaouther Jouaber Snoussi (2012), *La Finance Islamique*, Edition la Découverte, Paris, France
- 10-Krugman ,paul(2009) ; The return of Depression Economics and the Crisis of 2008 ;W.W.N orton Company Limited 2009
- 11-Leng, Allan Chany Aik and Abu Manser, Shazali,2005 Can Good Corporate Governance Practices Contribute to Firms, Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies, *International Journal of Business Governance and Ethics*, Vol. 1 No. 4 , 2005.
- 12-Meyer-Bisch, Patrice(2003). L'éthique économique: une contrainte méthodologique et une condition d'effectivité des droits humains, *Economie Ethique*, Paris: UNESCO. N°5 SHS-2003
- 13-Nagaoka Shinsuke(2012); *Critical Overview of the History of Islamic Economics: Formation, Transformation, and New Horizons*, *Asian and African Area Studies*, Kyoto University, Vol: 11
- 14-Ngouo, Leon (1997). "Responsibility and Transparence in Gouvernemenal Organisation in Cameron: A Review of Institutionnel Arrangements" *International Review of Administrative Sciences*, Vol 63, No14
- 15-Nodira Akhmedkhodjaeva, Mohamed Choukhri, Arthur Vaillant(2001)(, *Ethique de la finance et l'exemple de la finance islamique*, CERDI16-
- 16-Perrot, Étienne(2001) ;Les placements éthiques dans la régulation du capitalisme, *Revue Projet*, n°266, Juin(2001),

- 17-S abate Juan(2003); Puent Esther , Empirical Analysais of the Relationship Betwee Corporate Reputation and Financial Performance : A Survey of the Literature, Corporate Reputation Review, Vol. 6 No. 2 , July 2003
- 18- Sandrine Lardic et Valérie Mignon (2002), **Econométrie des séries temporelles macroéconomiques et financières**, Economica, Paris,
- 19-Simpson Gary(2002) Kohers Theodor. The Link between Corporate Social and Financial Performance Evidence from the Banking Industry, Journal of Business Ethiscs, Vol. 35 No. 2, Jan 2002
- 20-Timur Kuran (1997), *The Genesis of Islamic Economics: a Chapter in the Politics of Muslim Identity*, Social Research, vol.64, N°2; Summer,
- 21-zamir iqbal (1997) , *islamic financial systems*, finance& development,vol34 ,n°02,june,1997
- 22-Zvi Bodie ,(2001); Essentials of Investments; 4th ed, Boston, McGraw-Hill
- 23-Ethique économique, droits humains et démocratie, Chaire UNESCO pour les droits de l'homme et la démocratie, Institut Interdisciplinaire d'Ethique et des Droits de l'Homme ,Université de Fribourg, Suisse.