



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية.

دور الصكوك الإسلامية في تطوير أسواق المال

دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي المالي خلال الفترة (2001-2016)

مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر تخصص: اقتصاد مالي وبنكي

إشراف الأستاذ:

د. عز الدين شرون

إعداد الطالبة:

سارة بورخوم

لجنة المناقشة:

الجامعة الأصلية	الرتبة	الصفة	اسم ولقب الأستاذ
جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة	أستاذ محاضر أ	رئيسا	د. سمير شرقق
جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة	أستاذ محاضر ب	مقرر	د. عز الدين شرون
جامعة 20 أوت 1955-سكيكدة	أستاذ مساعد أ	مناقشا	أ. مولود أرزيوقات

السنة الجامعية: 2016 / 2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ
مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ^ط وَإِن تَبُتُّمْ
فَلَکُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِکُمْ لَا تُظْلَمُونَ وَلَا تَظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾ وَإِن
كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَن تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ ^ط إِن كُنتُمْ
تَعْلَمُونَ ﴿٢٨٠﴾ وَاتَّقُوا يَوْمًا تُرْجَعُونَ فِيهِ إِلَى اللَّهِ ^ط ثُمَّ تُوَفَّىٰ كُلُّ نَفْسٍ
مَا كَسَبَتْ وَهُمْ لَا يُظْلَمُونَ ﴿٢٨١﴾﴾ . سورة البقرة.

صِدْقَةُ اللَّهِ الْعَظِيمُ

الإهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع:

إلى من قال فيهما الله تعالى:

﴿وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا﴾

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما وجعلهما في الفردوس الأعلى.

إلى جميع العائلة الكريمة.

إلى كل الأصدقاء والزملاء.

إلى كل دفعة اقتصاد مالي وبنكي.

إلى كل من دعمني وساندني ولو بكلمة.

أهدي هذا العمل.

شكر وعرفان

﴿رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا

تَرْضَاهُ ﴿﴾

الصلاة والسلام على سيد البشرية محمد ﷺ وعلى آله و صحبه أجمعين.

الحمد لله ذي المن والفضل والإحسان، حمداً يليق بجلاله وعظمته وصلِّ اللهم على خاتم الرسل من لا نبي بعده، صلاةً تقضي لنا بها الحاجات، وترفعنا بها أعلى الدرجات، و تبلِّغنا بها أقصى الغايات من جميع الخيرات، في الحياة وبعد الممات.

الشكر لله تعالى الذي وفقني لإنجاز هذا العمل المتواضع ويسر لي كل الصعاب. كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف الدكتور شرون عز الدين، لما بذله معي من وقت وجهد طوال فترة إنجاز المذكرة، فجزاه الله خيرا.

كما أتوجه بخالص الشكر إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة على قبول مناقشة هذا البحث وتقييمه، وإلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة. كما أتقدم بالشكر الخالص إلى جميع الأساتذة الذين أناروا طريق للعلم خلال مساري الدراسي من من البداية حتى النهاية.

المخلص:

تبحث هذه المذكرة في دراسة موضوع الصكوك الإسلامية باعتبارها من أهم أدوات التمويل الإسلامي التي برزت في الأسواق المالية في الآونة الأخيرة، وذلك من خلال البحث في الدور الذي تلعبه هذه الصكوك في الأسواق المالية عموماً وفي أسواق رأس المال خصوصاً.

وللوصول إلى ذلك تمت دراسة الصكوك الإسلامية بجانبها النظري وتوضيح أهم الفروق التي تميزها عن بقية الأدوات المالية الأخرى، كما تم توضيح أهم الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية والصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وعليه فقد تمت الدراسة التطبيقية على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. حيث تم التعرف على هذا السوق وأهم الأدوات المتداولة فيه، كما تم التعرف على أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة فيه، ومدى تقيدتها بالضوابط الشرعية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن الصكوك الإسلامية تلعب دور هام في تطوير الأسواق المالية وخاصة الأسواق المالية الإسلامية، نتيجة لما تتيحه هذه الصكوك من أدوات مالية إسلامية مختلفة للتداول في هذه الأسواق، وبالتالي استقطاب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم سواء أكانوا أفراد أو مؤسسات، وكذلك الحال في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الذي أثبت قوته في هذا المجال، حيث يعتبر من أكبر الأسواق العالمية إصداراً وتداولها لهذه الصكوك.

الكلمات المفتاحية: الصكوك الإسلامية، الأسواق المالية، سوق رأس المال الإسلامي، الرقابة الشرعية.

Abstract :

this note looks into the study of sukuk islamic as being considered one of the most important instruments of islamic finance which cone out recently in the financials markets through lookings into the role it plays in the financials markets generally and in capital markets specifically.

To reach that, islamic instruments has been study A theoretical study, With clarification the most significant differences distinguishing them from other financial instruments. it has been clarified also the main of charia controls concerning issuing and trading the sukuk that is issued froms accounting and Auditing organization for islamic fanancial institutions.

thus, the study was applied to the Islamic capital market in Malaysia, where the market was identified and the main tools traded in it. The types of Islamic Sukuk traded in it were also identified and their compliance with Shariah.

this study concluded that the sukuk islamic plays a great role in developing the financials markets specially the islamic financial markets ones as a results to what these sukuk aregranting from a diffrent islamic instruments, thus, attracting investors wether they are individuals or institutions from diffrent world's. As well as the Islamic capital market in Malaysia, which has proven its strength in this area, which is one of the largest markets in the world in issuance and circulation of these sukuk.

Keywords : Sukuk Islamic, Financials Markets, Islamic Capital Markets, Sharia Controls.



فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء.
II	شكرو عرفان.
III	الملخص باللغة العربية.
IV	الملخص باللغة الانجليزية.
VI	فهرس المحتويات.
XIII	قائمة الجداول.
XV	قائمة الأشكال.
أ-د	مقدمة عامة.
أ	تمهيد.
ب	إشكالية الدراسة.
ب	فرضيات الدراسة.
ب-ت	أهداف الدراسة.
ت	أهمية الدراسة.
ت-ث	منهج الدراسة.
ث	أسباب اختيار الموضوع.
ث	الحدود المكانية والزمانية للدراسة.
ث-خ	الدراسات السابقة.
خ	صعوبات الدراسة.
خ-د	تقسيمات الدراسة.
36-1	الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية.
2	تمهيد.
18-3	المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: مفهومها، نشأتها ومخاطرها.
3	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.
3	الفرع الأول: مفهوم التصكيك الإسلامي.
3	أولاً: تعريف التصكيك الإسلامي.
5	ثانياً: الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.
6	ثالثاً: أطراف عملية التصكيك.
7	الفرع الثاني: تعريف الصكوك الإسلامية.
7	أولاً: الصكوك لغة.
7	ثانياً: الصكوك إصطلاحاً.

8	المطلب الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية وخصائصها.
8	الفرع الأول: نشأة الصكوك الإسلامية.
9	الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.
10	المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية الأخرى.
10	الفرع الأول: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم.
10	أولاً: أوجه التشابه.
11	ثانياً: أوجه الاختلاف.
12	الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.
12	أولاً: أوجه التشابه.
13	ثانياً: أوجه الاختلاف.
15	المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية: أنواعها، أهميتها ومخاطرها.
15	المطلب الأول: أنواع الصكوك الإسلامية.
15	الفرع الأول: صكوك المشاركة.
17	الفرع الثاني: صكوك الإجارة.
18	الفرع الثالث: صكوك الاستصناع.
19	الفرع الرابع: صكوك المرابحة.
19	الفرع الخامس: صكوك المزارعة.
19	الفرع السادس: صكوك المساقات.
20	الفرع السابع: صكوك المغارسة.
20	الفرع الثامن: صكوك السلم.
22	المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية ومخاطرها.
22	الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية.
23	الفرع الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وضماناتها.
23	أولاً: مخاطر الاستثمار في الصكوك الإسلامية.
25	ثانياً: ضمانات الصكوك الإسلامية.
28	المبحث الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.
28	المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.
28	الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك الإسلامية.
29	الفرع الثاني: الضوابط الخاصة لإصدار الصكوك الإسلامية.
32	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية ومراحل إصدارها.
32	الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية.
33	الفرع الثاني: مراحل عملية التصكيك.

33	أولاً: مرحلة إصدار الصكوك.
34	ثانياً: مرحلة إدارة مخفضة الصكوك.
34	ثالثاً: مرحلة إطفاء الصكوك.
35	خلاصة واستنتاجات.
79-37	الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية.
37	تمهيد.
38	المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالية التقليدية.
38	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية ونشأتها.
38	الفرع الأول: تعريف السوق لغة واصطلاحاً.
39	الفرع الثاني: تعريف المال لغة واصطلاحاً.
40	الفرع الثالث: تعريف السوق المالية.
41	الفرع الرابع: نشأة الأسواق المالية.
43	المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.
43	الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المتداولة فيها.
43	أولاً: سوق النقد.
44	ثانياً: سوق رأس المال.
45	الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.
45	أولاً: السوق الأولية.
45	ثانياً: السوق الثانوية.
45	الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول.
46	أولاً: البورصة (السوق المنظمة).
46	ثانياً: السوق غير المنظمة.
47	المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالية وأحكامها الفقهية.
47	الفرع الأول: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.
47	أولاً: الأسهم.
53	ثانياً: السندات التقليدية.
54	الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في سوق النقد.
55	أولاً: أدونات الخزينة.
56	ثانياً: شهادات الإيداع القابلة للتداول.
57	ثالثاً: القبولات المصرفية.
59	المبحث الثاني: مدخل إلى السوق المالية الإسلامية.

59	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.
59	الفرع الأول: تعريف السوق المالية الإسلامية.
60	الفرع الثاني: الدوافع الاقتصادية لإنشاء سوق مالية إسلامية.
60	المطلب الثاني: خصائص السوق المالية الإسلامية وأهميتها.
61	الفرع الأول: خصائص السوق المالية الإسلامية.
61	أولاً: خلو عمليات السوق من كافة المحظورات الشرعية.
61	ثانياً: خضوع السوق الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية.
61	ثالثاً: التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.
61	رابعاً: الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متوازن.
62	الفرع الثاني: أهمية السوق المالية الإسلامية.
63	المطلب الثالث: وظائف السوق المالية الإسلامية ومتطلبات قيامها.
63	الفرع الأول: وظائف السوق المالية الإسلامية.
64	الفرع الثاني: أدوات السوق المالي الإسلامي.
64	أولاً: الأسهم.
65	ثانياً: الصكوك الإسلامية.
66	ثالثاً: صناديق الاستثمار الإسلامية.
67	الفرع الثالث: أهم الضوابط الشرعية لقيام سوق مالية إسلامية.
67	أولاً: الالتزام بالشريعة الإسلامية نصوصاً ومقاصداً وأحكاماً.
67	ثانياً: الإباحة الشرعية للأدوات المالية.
67	ثالثاً: تكافؤ أطراف العقد.
68	رابعاً: الخلو من الضمان.
68	خامساً: حرية المنافسة.
68	سادساً: تحريم النجش.
68	سابعاً: الخلو من الاحتكار أو ما يؤول إليه.
69	ثامناً: الخلس من التدليس.
69	تاسعاً: الخلو من التغرير.
70	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.
70	المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي: مفهومه وكفاءته.
70	الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي.
70	أولاً: تعريف سوق رأس المال الإسلامي.
70	ثانياً: مبادئ سوق رأس المال الإسلامي.

فهرس المحتويات

71	الفرع الثاني: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.
72	المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.
72	الفرع الأول: إضافة كمية ونوعية جديدة من الأدوات المالية الإسلامية.
74	الفرع الثاني: زيادة رسملة سوق رأس المال وعدد المتعاملين فيه.
74	الفرع الثالث: انفتاح سوق رأس المال الإسلامي عالميا.
74	الفرع الرابع: إضافة مؤسسات مالية جديدة.
75	المطلب الثالث: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة أسواق رأس المال الإسلامية.
78	خلاصة واستنتاجات.
-89 138	الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
80	تمهيد.
81	المبحث الأول: تجربة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية.
81	المطلب الأول: المصرفية الإسلامية في ماليزيا.
81	الفرع الأول: نبذة مختصرة عن دولة ماليزيا.
81	أولا: التعريف بدولة ماليزيا.
83	ثانيا: النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا.
86	الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
86	أولا: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
87	ثانيا: نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
89	الفرع الثالث: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم الأدوات المتداولة فيه.
89	أولا: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
90	ثانيا: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
94	المطلب الثاني: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
94	الفرع الأول: تعريف الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
94	الفرع الثاني: اللجان المكلفة بالرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
94	أولا: قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
95	ثانيا: اللجنة الاستشارية الشرعية.
96	الفرع الثالث: الجهات الرقابية الفرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
99	المطلب الثالث: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية والرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
99	الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
99	أولا: تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

فهرس المحتويات

100	ثانيا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
102	الفرع الثاني: الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
102	أولا: دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
104	ثانيا: دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية.
107	المبحث الثاني: تقييم تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في إصدار الصكوك الإسلامية.
107	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
107	الفرع الأول: تطور سوق الصكوك في ماليزيا.
108	الفرع الثاني: أنواع الصكوك المتداولة في بورصة ماليزيا.
108	أولا: صكوك المرابحة والبيع بثمن آجل.
113	ثانيا: صكوك الاستصناع.
116	ثالثا: صكوك الإجارة.
118	رابعا: صكوك المشاركة.
121	خامسا: صكوك المضاربة.
124	سادسا: صكوك الوكالة بالاستثمار.
126	المطلب الثاني: ريادة ماليزيا في صناعة وإصدار الصكوك الإسلامية.
126	الفرع الأول: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2015.
129	الفرع الثاني: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم.
129	أولا: إصدارات الصكوك في العالم حسب العملات.
132	ثانيا: إجمالي إصدارات الصكوك في العالم حسب الدول.
134	المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
134	الفرع الأول: مؤشرات حجم السوق.
134	أولا: عدد الشركات المدرجة.
136	ثانيا: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)
137	الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول.
138	الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية.
141	خلاصة واستنتاجات.
143	خاتمة عامة.
148	قائمة المراجع.



قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1	الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.	5
2	أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.	10
3	أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.	12
4	تطور إصدار صكوك البيع بثمن آجل أو المرابحة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	111
5	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016.	115
6	تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.	117
7	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	120
8	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	122
9	تطور إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	125
10	تطور إجمالي إصدارات الصكوك إلى السندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2015.	127
11	إجمالي إصدارات في العالم حسب الدول خلال الفترة 2001-2015.	133
12	تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة خلال الفترة من 2001-2016.	135
13	رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من 2001-2013.	137
14	تطور مؤشر قيمة الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 2001-2016.	138
15	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2013.	139



قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
1	أنواع الصكوك الإسلامية.	21
2	اللاعبون الرئيسيون في السوق المالية.	41
3	أنواع السوق المالية.	46
4	أنواع الأسهم.	52
5	أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.	93
6	الهيكل التنظيمي ليورصة ماليزيا برهاد.	98
7	هيكل صكوك المرابحة/ البيع بثمن آجل في ماليزيا.	109
8	تطور إصدار صكوك المرابحة/ البيع بثمن آجل في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	112
9	تطور نسبة إصدار صكوك المرابحة/ البيع بثمن آجل من الصكوك الكلية المصدرة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	112
10	هيكل صكوك الاستصناع في ماليزيا.	114
11	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	115
12	هيكل صكوك الإجارة في ماليزيا.	116
13	تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	117
14	هيكل إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.	119
15	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	120
16	آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا.	121
17	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	123
18	هيكل صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا.	124
19	تطور إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.	125
20	إجمالي إصدارات الصكوك إلى السندات التقليدية في ماليزيا من حيث القيمة من 2001-2015.	127
21	النسبة المئوية لإصدارات الصكوك مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2015.	127
22	إجمالي إصدار الصكوك في العالم حسب العملات خلال الفترة 2001-2015.	129
23	تداول الصكوك في ماليزيا حسب تاريخ الاستحقاق.	130
24	إصدار الصكوك في العالم حسب العملات خلال الفترة من 2001-2012.	131

قائمة الأشكال

132	إجمالي إصدار الصكوك في العالم حسب الدول للفترة من 2001-2015.	25
133	إصدارات الصكوك في العالم حسب المنطقة من 2001-2015.	26
135	تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة للفترة من 2001-2016.	27
136	رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة من 2001-2013	28
138	تطور مؤشر قيمة الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة من 2001-2016.	29
139	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2013.	30

مقدمة عامة

تمهيد.

تشهد الصناعة المالية الإسلامية مرحلة مهمة من مراحل نموها وتطورها وانتشارها وتزايد الاهتمام بها في الدول الإسلامية وغير الإسلامية، وذلك نظرا للإقبال الواسع والمتزايد على منتجات التمويل الإسلامي في الآونة الأخيرة، من صكوك إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، وصيرفة إسلامية.

ولقد شهد العالم في الآونة الأخيرة وفي أعقاب عام 2008 أزمة مالية ومصرفية عالمية حادة، عصفت باقتصاديات الكثير من دول العالم وخاصة المتقدمة منها، مما أدى إلى انهيار نظامها المصرفي والمالي، وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أكبر المتضررين من هذه الأزمة نظرا لأن الأزمة بدأت من عندها، وعند البحث في أسباب هذه الأزمة اتضح أن السبب الرئيسي هو أسعار الفائدة (الربا) والذي يعتبر أساس أنشطة البنوك والأسواق المالية التقليدية.

وفي ظل تزايد أهمية الأسواق المالية باعتبارها فرصة هامة للمستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم، وأصحاب المشاريع الاستثمارية العاجزين عن تمويل مشاريعهم، فهو يقوم بتعبئة مدخرات الأفراد وتوجيهها في قنوات استثمارية من أجل توفير الفرص الاستثمارية للطالبيين والعارضين للأموال، إلا أن هذه الأسواق تبقى عائقا أمام المستثمرين المسلمين الذين يتقيدون بأحكام الشريعة الإسلامية والذين يرغبون في استثمار أموالهم في مشاريع حلال، وذلك لاشتمالها على سعر الفائدة (الربا) الذي نهانا عنه الإسلام لما فيه من ضياع للحقوق.

ففي ظل الصحوة الإسلامية ونمو الوعي الإسلامي لدى المسلمين وعزوفهم عن الاستثمار في الأسواق المالية التقليدية التي تعتمد على وسائل الاستثمار الوهمية كالاختكار والمقامرة والربا...، اقتضت الضرورة إلى الرجوع إلى الأصل الشرعي الذي يمكن المسلمين من استثمار أموالهم وتوظيفها في مشاريع حقيقية بعيدة كل البعد عن الشبهات، ومن هنا بدأت فكرة الأسواق المالية الإسلامية في الظهور تلبية لرغبة المسلمين، حيث عرفت انتشارا وإقبالا واسعا في جميع أنحاء العالم وحتى في الدول الغير إسلامية، وذلك للفرصة التي تتيحها هذه الأسواق للمستثمرين لتنويع محافظهم الاستثمارية بتشكيلة معتبرة من الأدوات الاستثمارية الإسلامية.

وتعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية، حيث برزت كواحدة من أهم الأدوات المالية الإسلامية والتي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة في الأسواق المالية العالمية، وذلك لما تقدمه من أدوات مختلفة حسب صيغ التمويل الإسلامي.

وقد شهدت السنوات الأخيرة زيادة الإقبال على أدوات التمويل الإسلامي عموما وخاصة الصكوك الإسلامية كونها تعتبر البديل الشرعي للسندات التقليدية، خاصة في ظل التأثير الطفيف للمصارف الإسلامية من آثار الأزمة المالية العالمية، وتوجه الأنظار نحو الصيرفة الإسلامية.



I. مشكلة الدراسة.

تعتبر الصكوك الإسلامية من بين الأدوات المالية الإسلامية التي يتم التعامل بها في السوق المالية الإسلامية، حيث شهدت هذه الصكوك إقبالا واسعا نتيجة لما تتيحه من أدوات مالية مختلفة حسب صيغ التمويل الإسلامي، كالمشاركة، المضاربة، المرابحة وغيرها، تعمل على تطوير السوق المالي وتقويته. من هنا تتضح إشكالية البحث، حيث يمكن صياغة الإشكالية التالية:

ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير أسواق المال؟

من خلال هذه الإشكالية، يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

❖ الأسئلة الفرعية:

- ✓ ما هي الضوابط التي تحكم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية؟
- ✓ ما هي أهم الأدوات الشرعية المتداولة في الأسواق المالية؟
- ✓ ما هي السوق المالية الإسلامية؟
- ✓ هل التزم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بالمعايير الشرعية المنصوص عليها عند إصدار وتداول الصكوك الإسلامية؟

II. فرضيات الدراسة.

- من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، يتم صياغة الفرضيات التالية:
- ✓ الصكوك الإسلامية هي عبارة أداة مالية شرعية، لذلك فهي تخضع للعديد من الأحكام والضوابط الشرعية عند إصدارها وتداولها حتى تكون هذه الصكوك خالية من جميع الشبهات؛
 - ✓ تعتبر الأسهم العادية والصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الشرعية التي يتم تداولها في الأسواق المالية؛
 - ✓ السوق المالية الإسلامية هي السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية الإسلامية؛
 - ✓ تعتبر ماليزيا من أكبر الدول التي طبقت تعاليم الإسلام في معاملاتها المالية، لذلك يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا قد التزم بجميع المعايير الشرعية المنصوص عليها عند إصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

III. أهداف الدراسة.

تسعى هذه الدراسة لتحقيق مجموعة الأهداف نذكر منها:

- ✓ التعرف على مفهوم الصكوك الإسلامية، وأهم أنواعها؛
- ✓ السعي للتعرف على أهم الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية؛

- ✓ محاولة توضيح أهم الفروقات التي تميز الصكوك الإسلامية عن بقية الأدوات المالية الأخرى؛
 - ✓ التعرف على السوق المالية بمفهومها التقليدي، والبحث في الآراء الفقهية المتعلقة بمختلف الأدوات المتداولة فيها؛
 - ✓ محاولة الوصول إلى تحديد تعريف دقيق للسوق المالية الإسلامية، والتعرف على أهم الضوابط اللازمة لقيامها؛
 - ✓ محاولة التعرف على سوق رأس المال الإسلامي والدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في هذه السوق؛
 - ✓ دراسة سوق رأس المال الإسلامي المالي كمنهج، وتوضيح دور الرقابة الشرعية فيه؛
 - ✓ التعرف على أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي المالي، ومدى مطابقتها هذه الأدوات لأحكام الشريعة الإسلامية؛
 - ✓ محاولة الوصول إلى أن ماليزيا هي رائدة العمل المصرفي الإسلامي وخاصة في مجال الصكوك الإسلامية.
- IV. أهمية الموضوع.**

تبرز أهمية هذا البحث في النقاط التالية:

1. نتيجة الإقبال المتزايد على التمويل الإسلامي في الآونة الأخيرة، وخاصة في أعقاب الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي أثبتت نجاعة وصلابة التمويل الإسلامي؛
2. وتعود أهمية مثل هذه الدراسة أيضا إلى التطورات الكبيرة التي عرفت أسواق الصكوك الإسلامية في العالم في الآونة الأخيرة حيث لقت إقبالا واسعا حتى من الدول الغير إسلامية وذلك نتيجة لما تنتجه هذه الصكوك من فرص استثمارية جديدة تساهم في توظيف السيولة الفائضة؛
3. الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية من خلال ما تنتجه من أدوات مالية إسلامية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

V. منهج الدراسة.

تم اعتماد عدة مناهج بما يخدم الموضوع.

✓ **المنهج الوصفي.**

حيث تم استخدام هذا المنهج لعرض الجوانب النظرية لكل من الصكوك الإسلامية والأسواق المالية (من مفهوم، وأنواع وخصائص وأهمية).

✓ المنهج التاريخي.

تم اعتماد هذا المنهج لتتبع البعد التاريخي وأهم مراحل التطور التي مرت بها الصكوك الإسلامية والأسواق المالية في نشأتها.

✓ المنهج المقارن.

تم اعتماد هذا المنهج لمقارنة الصكوك الإسلامية بالأدوات المالية الأخرى للتعرف على أوجه التشابه التي تشترك فيها وأوجه الاختلاف التي تميزها عن بعضها البعض، وكذلك للمقارنة بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

✓ المنهج الاستقرائي.

تم اعتماد هذا المنهج لجمع البيانات والإحصاءات المتعلقة بإصدار الصكوك خلال الفترة من 2001-2016.

✓ المنهج التحليلي.

تم اعتماد هذا المنهج في الفصل الثالث لقراءة وتحليل وتفسير جميع البيانات المتعلقة بالصكوك وذلك باستخدام أدوات توضيحية مثل الجداول والأشكال والمنحنيات البيانية.

.VI أسباب اختيار الموضوع.

1. رغبة الباحثة في البحث في مواضيع لها علاقة بالاقتصاد الإسلامي؛
2. حداثة موضوع الصكوك الإسلامية عموماً وسوق رأس المال الإسلامي خصوصاً، وقلة الدراسات التي تناولت الموضوع من قبل؛
3. محاولة إثراء المكتبة الاقتصادية بمواضيع جديدة يمكن الاستفادة منها في المستقبل؛
4. المكانة التي أصبحت تحتلها أدوات التمويل الإسلامي عموماً والصكوك الإسلامية خصوصاً في الآونة الأخيرة، خاصة مع بروز الحاجة الماسة لوجود منتجات مالية إسلامية يمكن الاستثمار فيها دون مخالفة قواعد وأحكام ديننا الحنيف.

.VII الحدود المكانية والزمانية للدراسة.

الصكوك الإسلامية أداة مالية تم استحداثها في الآونة الأخيرة كبديل للسندات الربوية، وكفرصة للمسلمين لاستثمار أموالهم في مشاريع مباحة، ولإعطاء نوع من الحدثة للدراسة تم تخصيص فترة الدراسة من 2001-2016، وتم اختيار دولة ماليزيا كنموذج لدراسة الصكوك.

VIII. الدراسات السابقة.

1- دراسة شافية كتاف بعنوان: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: ما هو دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية خاصة في الدول العربية والإسلامية؟

ولقد هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على مختلف الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية مع توضيح دور هذه الأدوات ومساهمتها في تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية، بالإضافة إلى التعرف على أهمية الهندسة المالية الإسلامية ومساهمتها في تدعيم وتطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك بالإشارة إلى بعض الأسواق المالية العربية الإسلامية " الكويت، السعودية، ماليزيا، دبي والبحرين"، وقد توصلت الباحثة إلى أن الصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار تؤدي دور مهم وكبير في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث أن استخدام هذه الأدوات والتوسع في التعامل بها من شأنه أن يؤدي إلى تدعيم دور السوق. كما أن الهندسة المالية الإسلامية تساهم في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية قديمة ومعدلة أو جديدة ومبتكرة، تجمع بين الكفاءة المهنية والمصدقية الشرعية، ومن أبرز منتجات الهندسة المالية الإسلامية نجد: المشتقات المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي.

2- دراسة محمد غزال، بعنوان: " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية -"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، 2013.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة في: ما هو دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية ؟

وقد قام الباحث في هذه الدراسة بإبراز دور الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها في أسواق رأس المال وتوضيح الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية والأسهم بدراسة أهم صور إصدارها وتداولها مع بيان لضوابطها وآلية إصداراتها المتنوعة. وذلك من خلال إلقاء الضوء على السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في ماليزيا من أجل الوصول إلى نتائج واقتراحات تثمن التجربة الماليزية في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ومدى نجاحها.

وقد توصل الباحث إلى أن التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية تميزت بالنجاح الكبير في السنوات الأخيرة، وبذلك تكون مركزا للمالية الإسلامية في العالم، حيث تعتبر ماليزيا رائدة دوليا وعالميا وذلك في إطار وجود سوق للصكوك يتم فيها إصدار وتداول هذه الصكوك.

3- دراسة فتح الرحمن علي محمد صالح، بعنوان: " دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة عمل لمنتدى الصيرفة الإسلامية - بيروت - الجمهورية اللبنانية، مجلة اتحاد المصارف العربية، بنك الاستثمار المالي، الخرطوم - السودان، 2008.

حيث تناقش هذه الدراسة بصورة رئيسية موضوع الصكوك الإسلامية ودورها في تعبئة الموارد المالية لتمويل المشروعات التنموية، وذلك من خلال تسليط الضوء على الخلفية الأساسية لعملية التصكيك مع رصد لبعض التجارب الإسلامية في هذا الخصوص.

وقد توصل إلى أن تنوع تجارب إصدارات الصكوك الإسلامية يبين أن هذه الصكوك صارت ذات قيمة مضافة أعلى وأن استخدامها يعتبر أفضل نسبيا من استخدام أدوات الدين التقليدية. كما برهنت التجارب العلمية لإصدارات الصكوك أنها وسيلة مفيدة لتمويل مشاريع البنية التحتية والمشاريع التنموية الكبرى.

4- دراسة نصبه مسعودة، " نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا نموذجا -"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.

حيث تمحورت إشكالية الدراسة فيما يلي: هل لسوق رأس المال الإسلامي القدرة على توفير الآليات والأدوات المالية المعاصرة في إطار المعاملات الشرعية، بما يجعل منه نموذجا بديلا للتحقق، من شأنه المساهمة في تعزيز تنافسيته بين الأسواق المالية الدولية؟

وتبحث هذه الدراسة في موضوع سوق رأس المال الإسلامي من خلال: المساهمة في التعريف بالمعايير والضوابط الشرعية التي تشكل إطار عمل سوق رأس المال الإسلامي، وبيان الصيغ الشرعية التي تكتمل بها سوق رأس المال الإسلامي في مسائل الأسهم والصكوك والعقود والمعاملات ثم تحليلها ونقدها من منظور إسلامي. المساهمة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي بما يجعله نموذجا قادرا على توفير البديل الإسلامي للمعاملات المالية الربوية السائدة في مجتمعاتنا الإسلامية. تقييم تجربة ماليزيا في إقامة سوق رأس مال إسلامي.

وقد خلصت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى ضرورة وجود سوق رأس مال إسلامي ودعمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية، خاصة في ظل الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار والتلاعب بالأسعار.

محاولة الحكومة الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح كبديل للأسواق المالية التقليدية الحالية ونموذج للمستثمرين والوسطاء الماليين والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

5- دراسة بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات- من وجهة نظر إسلامية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.

حيث تمثلت إشكالية الدراسة فيما يلي: هل توجد مقومات إسلامية قادرة على إنشاء سوق أوراق مالية إسلامية بأدواتها الاستثمارية الشرعية؟

وقد هدف الباحث عند دراسته لهذا الموضوع للتعرف على الأسواق المالية الإسلامية وإظهار أهميتها في الحياة الاقتصادية، معرفة مدى إمكانية التكيف الفقهي لبعض أدوات الاستثمار المعاصرة، وجعلها تتماشى وقواعد الشريعة الإسلامية، تبيان مدى فعالية الأوراق المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية، ومن أجل ذلك قام الباحث بدراسة سوق الأوراق المالية الماليزي كنموذج.

وقد توصل الباحث في النهاية إلى أن: سوق الأوراق المالية الإسلامية يتفق مع نظيره الوضعي في إطار العمل، ألا وهو الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، إذ أن الأول يعتمد وسائل استثمار شرعية قائمة على أسس وضوابط شرعية، أما الثاني فيعتمد على وسائل الاستثمار الوهمية كالربا والاحتكار والمقامرة. سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا يعتبر سوق يقوم على تشريعات وتعليمات لا يعتمد عليها السوق الوضعي.

❖ ما تتميز به دراستنا:

هذه الدراسة جاءت كمكمل للدراسات السابقة التي تناولت موضوع الصكوك الإسلامية والأسواق المالية، إلا أن الفرق يكمن فإن في هذه الدراسة تم التركيز على الجانب التحليلي، كما ركزت الدراسة أيضا على الجانب الشرعي من خلال إثراءها بالآراء الفقهية والأدلة من الكتاب والسنة فيما يتعلق بالأدوات المتداولة في الأسواق المالية التقليدية، وفيما يخص الصكوك الإسلامية خاصة عند دراستنا للصكوك المتداولة في ماليزيا والتي تشوبها بعض المخالفات الشرعية في بعض أنواع الصكوك التي تصدرها، وما يميز هذه الدراسة أيضا أن فترة الدراسة امتدت من 2001-2016 وهو ما يعطيها نوع من الحداثة.

IX. صعوبات الدراسة.

واجهت الباحثة خلال دراستها لهذا الموضوع بعض الصعوبات:

✓ صعوبة الحصول على بعض المذكرات غير المنشورة التي تخدم الموضوع، وخاصة الصادرة في جامعات أخرى خارج الجزائر؛

✓ ندرة المراجع المتعلقة بالهيئات الرقابية الشرعية في ماليزيا؛

✓ صعوبة الحصول على بعض التقارير الرسمية المتعلقة بالصكوك الإسلامية وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتي تخدم الموضوع.

X. تقسيمات البحث.

قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول بما يخدم الموضوع، الفصل الأول والثاني عبارة عن فصلين نظريين، والفصل الثالث تطبيقي.

✦ جاء الفصل الأول تحت عنوان: **الإطار النظري للصكوك الإسلامية**، وقد تم التطرق فيه إلى جميع الأمور النظرية المتعلقة بالصكوك الإسلامية، بما في ذلك الأحكام والضوابط الشرعية.

✦ أما الفصل الثاني: **المعالم الأساسية للسوق المالية**، حيث تم عرض أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية والأدوات المتداولة فيها من جهة، ومن جهة أخرى تم التعرف على جميع المفاهيم المتعلقة بالسوق المالية الإسلامية.

✦ أما الفصل الثالث التطبيقي: **دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**، حيث تم تخصيص هذا الفصل لدراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا كنموذج في الصكوك الإسلامية.

الفصل الأول:

الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تمهيد:

أصبح التطوير والإبتكار في الأدوات المالية الإسلامية ضرورة حتمية للمصارف الإسلامية خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الأخلاقي المتوافق مع المعاملات الإسلامية التي تستبعد الربا والغرر والتعدي على حقوق الناس، وذلك يستدعي بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية مستحدثة تضمن لها نصيبا سويقيا يضمن لها الاستمرار بفعالية.

وتعتبر الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية التي شهدت انتشارا وازدهارا وإقبالا واسعا في مختلف دول العالم، حيث تعتبر منتجا إسلاميا خالصا بديلا عن الأوراق المالية التقليدية التي تقوم على أساس الفائدة الربوية.

وقد شهدت العديد من الأسواق المالية انتشار العمل بأنواع عديدة من الصكوك الإسلامية، التي تعتبر من أفضل وسائل جذب المدخرات وتجميع الأموال اللازمة لتمويل مختلف المشروعات التنموية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية وبطرق مشروعة.

ويمكن عرض أهم المحاور التي سنتناولها في هذا الفصل المتعلق بالصكوك الإسلامية من خلال تقسيمه إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: مفهومها، نشأتها و خصائصها.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية: أنواعها، أهميتها ومخاطرها.

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: الصكوك الإسلامية: مفهومها، نشأتها وخصائصها.

تشهد الأدوات المالية الإسلامية انتشارا وازدهارا واسعا، ومن أبرز هذه الأدوات الصكوك الإسلامية التي ظهرت كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تقوم على أساس الفائدة الربوية والمحرمة شرعا لقوله تعالى:

﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾¹.

المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية.

يعتبر مصطلح الصكوك الإسلامية حديث الاستعمال، حيث تمكنت من استقطاب العديد من المستثمرين، ومن أجل إبراز هذا المفهوم بدقة، سيتم التطرق إلى ما يلي:

الفرع الأول: مفهوم التصكيك الإسلامي.

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى تعريف التصكيك الإسلامي والفرق بينه وبين التوريق التقليدي، وأهم أطرافه. **أولاً: تعريف التصكيك الإسلامي.**

" تسمى عملية إصدار الصكوك الإسلامية بالتصكيك، وكان يطلق عليها في البداية أيضا مصطلحي التوريق والتسنيذ، وهو النهج الذي مشى عليه المعيار رقم (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث ورد فيه أن التوريق يطلق عليه التصكيك والتسنيذ، غير أن البيان الختامي لندوة البركة الثانية والعشرون 1423 هـ / 2002 م، أوصى باختيار تسمية التصكيك بديلا عن مصطلح التوريق"²، وقد اصطلح الفقهاء تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بعملية التصكيك لسببين هما:³

1. التصكيك هي كلمة مشتقة من كلمة صكوك والتي جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية والتي تعتمد في تعاملاتها على المداينة والربا المحرمة شرعا.

2. كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون، من خلال تحويل تلك الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية وهو ما ينهي عنه الشرع في التبادل.

وتأسيسا على ما سبق يمكن تعريف التصكيك على أنه "عبارة عن عملية تحويل الأصول المقبولة شرعا إلى

(1) - سورة البقرة، الآية 275.

(2) - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بالتعاون مع الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ماليزيا، جامعة فرحات عباس سطيف 1، يومي 5 و 6 ماي 2014، ص: 3.

(3) - فتح الرحمن علي محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، 2008، ص ص: 4 - 5.

صكوك مالية مفصولة الذمة المالية عن الجهة المنشئة لها وقابلة للتداول في سوق مالية شريطة أن يكون محلها غالبه أعيانا، وذات آجال محددة بعائد غير محدد أو محدد ولكن ليس خاليا من المخاطر".¹

أو كما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (4/19) من أن التصكيك هو " إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود، والديون قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه".²

ثانيا: الفرق بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي.

مصطلح التوريق: "ويطلق عليه أيضاً التسنييد (على أساس أن الأوراق التي تصدر هي السندات) وهو الترجمة العربية لكلمة Securitization التي تعني عملية تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، والمشتقة من كلمة Security أي ورقة مالية، فعمليات التوريق هي عبارة عن تحويل قيمة الأصول أو الموجودات المطلوب توريقها إلى أوراق مالية (سندات) وبيعها للجمهور لتمثل وثيقة إثبات ملكية شائعة في الأصل المطلوب توريقه".³

والتصكيك الإسلامي شأنه شأن أي معاملات أخرى منضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية، مما يجعله يختلف عن التوريق التقليدي في عدة نقاط أساسية يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

(1) - نفس المرجع السابق، ص: 5.

(2) - أنظر قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، على الرابط التالي:

<http://www.iiifa-aifi.org/2300.html> ، تم الاطلاع يوم: 2 جوان 2016، الساعة: 20:33.

(3) - محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص ص: 2-3.

الجدول رقم (1): أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك.

أوجه الاختلاف	التوريق التقليدي	التصكيك الإسلامي
نوعية الموجودات	تكون مرتكزة بصفة أساسية على الديون والقروض القائمة على سعر الفائدة المحرم شرعا، مثل قروض السيارات وبطاقات الائتمان.	ترتكز على أعيان أو منافع أو خليط منهما، وذلك وفق عقد شرعي استنادا لصيغ التمويل الإسلامي، (خالية من جميع المحظورات).
العائد والمخاطر من التوريق / التصكيك	يتم تحديد العائد مسبقا على أساس سعر الفائدة (الربا)، والمخاطر يتحملها المستثمرون.	يقوم على قاعدة الغنم بالغرم (من ينال نفع الشيء يتحمل ضرره).
وجود هيئة رقابة شرعية	لا يشترط وجود هيئة رقابة شرعية.	يشترط وجود هيئة رقابية شرعية، وذلك للتأكد من شرعية الصكوك المصدرة.
الصيغة العامة لهيكل التصكيك	تكون في الغالب في شكل صيغة واحدة يغلب عليها القرض.	تتم هيكلته في عدة صيغ مختلفة حسب صيغ التمويل الإسلامي.
تقديم الضمانات	تقديم الضمانات لبعض المستثمرين.	تقديم الضمانات لكل المستثمرين.
قابلية التداول	كل الأوراق المالية قابلة للتداول.	حسب نوعية الأصول المصككة.

المصدر: أنظر: 1- حكيم براضية، التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011، ص: 84-86.

2- فؤاد محمد أحمد محسن، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص: 48-49.

من خلال الجدول السابق الذي يوضح أوجه الاختلاف بين التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي يمكن القول أن كل من التصكيك الإسلامي والتوريق التقليدي عبارة عن تحويل مالية قابلة للتداول، لكن الفرق يكمن في أن التوريق التقليدي يركز على قروض وديون قائمة على سعر الفائدة، أما التصكيك الإسلامي يركز على أعيان ومنافع أو خليط منهما والتي تكون مقيدة بأحكام وضوابط شرعية صادرة عن هيئة رقابية شرعية، والتوريق التقليدي غير جائز شرعا لأن العائد فيه يكون ثابت ومحدد من قبل كما أن المخاطر الناتجة عنه يتحملها المستثمرون لوحدهم، كما أن هذه الأوراق المالية جميعها قابلة للتداول، على عكس التصكيك الإسلامي الذي يتم العمل فيه وفق قاعدة الغنم بالغرم، كما أن تداول هذه الصكوك يكون حسب الأصول المصككة.

ثالثاً: أطراف عملية التصكيك.

تضم عملية التصكيك أطرافاً عدة وهذه الأطراف هي:¹

❖ **المصدر الأصلي (originator):** ويطلق عليه عدة تسميات أخرى مثل جهة الإصدار، أو الجهة المنشئة (منشئ الأصل)، أو مالك الأصل وفي كل الحالات المعنى واحد ويدل على الجهة المحتاجة للسيولة، والتي تقوم بتصكيك أصولها من أجل الحصول على السيولة، وذلك من خلال تشكيل ما يسمى بمحفظة التصكيك التي تضم جميع الأصول المتنوعة المراد تصكيكها، ومن ثم يتم بيع تلك الأصول (محفظة التصكيك) إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV)، ويتحصل في مقابل ذلك على مقابلها نقداً، أي أن مصدر الصك هو المستفيد من حصيلة إصداره، أي المستخدم لحصيلة إصدار الصك هو طالب التمويل؛

❖ **وكيل الإصدار:** وهو الجهة التي أعطي لها التفويض بإنشاء وبيع الأوراق المالية (الصكوك) للمستثمرين (حملة الصكوك)، وهي من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم، وغالباً ما تكون هذه الشركة مؤسسة مالية متخصصة (Special Purpose Vehicle (SPV) وذلك مقابل أجر؛

❖ **حملة الصكوك (المستثمرون):** قد يدخل حملة الصكوك في هذا العقد مباشرة أو قد ينوب عنهم غيرهم، وهم المستثمرون الذين يستخدمون أموالهم في شراء هذه الصكوك أو الاكتتاب فيها، وهم طرف العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه؛²

❖ **محفظة التصكيك:** وهي أهم جزء في عملية التصكيك بمختلف أطرافها، وهي عبارة عن وعاء استثماري يضم أصولاً متنوعة تم تصكيكها لصالح المنشئ بهدف الحصول على السيولة لتمويل إنشاء مشروع استثماري جديد أو توسيع وتطوير مشروع قائم وفق صيغ التمويل الإسلامية، حيث يتم تحصيل العائد على محفظة الصكوك هاته وإيداعها بحساب خاص يستخدم لسداد مستحقات حملة الصكوك في تواريخ الاستحقاق؛

❖ **هيئة الرقابة الشرعية:** وهي الطرف المهم في عملية التصكيك الإسلامي، حيث تعمل هيئات الرقابة الشرعية على دراسة الأحكام الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في ما يخص إصدارها وهيكلتها ومستنداتها وكيفية الاكتتاب فيها، حيث تعرض جميع المشاريع المقرر الدخول فيها على هيئة الرقابة الشرعية لتصدر في النهاية القرار فيما إذا كانت هذه المشاريع متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية أم لا؛

(1) - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 3-5.

(2) - حسين حامد حسان، أدوات التمويل الإسلامية الصكوك بديلاً عن القروض بفائدة، الهيئة الشرعية العليا للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات

العربية المتحدة، ص ص: 3-4.

✿ أمين الاستثمار: عبارة عن وسيط مالي (مؤسسة)، تعمل على حفظ وثائق وحقوق وضمانات حملة الصكوك باعتبارها وكيلًا عنهم وذلك مقابل أجر،¹ حيث يستطيع حملة الصكوك إنهاء خدماته في أي وقت بصفتهم الموكلين له.

الفرع الثاني: تعريف الصكوك الإسلامية.

حيث سيتم إعطاء تعريف الصكوك الإسلامية في اللغة وفي الاصطلاح.

أولاً- الصكوك لغة.

" الصَّكُّ معناه الضَّرْبُ الشَّدِيدُ بِالشَّيْءِ العَرِيضِ، وَقِيلَ هُوَ الضَّرْبُ عَامَةً بِأَيِّ شَيْءٍ كَانَ، صَكَّهُ، يَصُكُّهُ، صَكًّا. وقد يقصد بالصك: الكتاب، فارسي، معرب، وجمعه أصك وصكوك وصكاك".² وذلك من قوله تعالى: فَأَقْبَلَتِ امْرَأَتُهُ فِي صِرَّةٍ فَصَكَتْ وَجْهَهَا وَقَالَتْ عَجُوزٌ عَقِيمٌ³ وقد يراد بالصك: " وثيقة بمال أو نحوه".⁴

ثانياً- الصكوك اصطلاحاً.

عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على أنها: " وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".⁵ كما تعرف الصكوك الإسلامية بأنها: " وثائق أو شهادات (أوراق مالية) اسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدامها حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها"⁶

(1) - أمال مرزوق، مداخلة بعنوان الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 12 - 13 أبريل 2016، الجزائر، ص: 4.

(2) - أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي، لسان العرب، دار المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، ص ص: 2474 - 2475.

(3) - سورة الذاريات، الآية 29.

(4) - مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، 2004، ص: 519.

(5) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار الشرعي (17): صكوك الاستثمار، البحرين، 2010، ص: 238.

(6) - حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 88.

كما ورد تعريف آخر للصكوك الإسلامية على أنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس المال على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه".¹ ومن خلال التعريف السابقة يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها أدوات مالية تستخدم كبديل شرعي للسندات التقليدية التي تقوم على الفائدة الربوية، وبالتالي فهي عبارة أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو نشاط استثماري مباح شرعاً، يتم إصدارها وفق عقد شرعي.

المطلب الثاني: نشأة الصكوك الإسلامية وخصائصها.

تعد الصكوك الإسلامية من الأدوات المالية الحديثة التي ابتكرتها الهندسة المالية الإسلامية، ولإبراز أهم الخصائص التي تتميز بها، سيتم عرض العناصر التالية:

الفرع الأول: نشأة الصكوك الإسلامية.

ظهرت فكرة الصكوك الإسلامية كوسيلة من وسائل التمويل المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، عن طريق الدراسة التي قدمها د. سامي حمود بعنوان "سندات المقارضة" للبنك الإسلامي الأردني عام 1978،² حيث جرت خلال فترة (1978 - 1988) العديد من التجارب في كل من باكستان، السودان، تركيا والبحرين وكانت أبرزها تجربة تركيا حيث أصدرت في عام 1984 صكوك المشاركة بمبلغ 200 مليون دولار أمريكي، لغرض تمويل بناء جسر البسفور الثاني (جسر محمد الفاتح)، وقد لاقى هذا الإصدار قبولا جماهيريا واسعا، ولاسيما من الأتراك المغتربين خارج البلاد، ثم توالى التجارب بعد ذلك إلى أن نضجت فكرتها في سوق التمويل المالي.³ كما تعود نشأة الصكوك إلى عام 1983، وذلك بعد بدء عمليات أول بنك إسلامي في ماليزيا وهو (بنك إسلام ماليزيا) اتضح لمسئولي البنك المركزي الماليزي عزوف بنك إسلام ماليزيا عن تملك السندات الحكومية أو سندات الخزنة كونها مخالفة للشريعة الإسلامية، ولذلك لجأ البنك المركزي الماليزي لإصدار شهادات استثمار لا تحتوي في آلياتها على ربا.⁴

(1) - ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا والسودان ، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 138.

(2) - نشأة الصكوك الإسلامية وتطورها: <http://ektisadiat.blogspot.com/2014/09/>، يوم 21 مارس 2017، الساعة 16:30.

(3) - أحمد سالم ملحم، نشأة الصكوك الإسلامية وأهدافها: http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_13، تاريخ الإطلاع: 21 مارس 2017، الساعة: 17:48.

(4) - أسامة عبد الحليم الجورية، صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد، بحث مقدم لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، 2009، ص: 26.

وبدأت فكرة إصدار الصكوك الإسلامية تتبلور مع بعض الدول الإسلامية وهذا في سبيل مواجهة العجز في ميزانيتها، وتعزيز الإنفاق العام وتوفير الأموال اللازمة لبناء المنشآت الحيوية، ومن بين هذه الدول بالإضافة إلى ماليزيا كل من السودان، وباكستان، والبحرين والإمارات واندونيسيا وغيرهم.¹

وفي 2003 قامت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإصدار معيار شرعي للصكوك الإسلامية، حددت فيه المبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك التي تم ابتكارها حتى تاريخ إصدار المعيار. وبهذا تمكنت المؤسسات المالية الإسلامية التغلب على معضلة إعطاء عائد ثابت متفق عليه مسبقاً.²

الفرع الثاني: خصائص الصكوك الإسلامية.

تتميز الصكوك الإسلامية بعدة خصائص ومميزات تميزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، والتي تتمثل فيما يلي:

❖ **تمثل حصص ملكية شائعة في الموجودات:** تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يمول من حصيلة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في الموجودات ذات عوائد سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية، وهي لا تمثل ديناً في ذمة مصدرها؛³

❖ **الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية؛⁴

❖ **مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** يحصل حامل الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوبا إلى القيمة الاسمية للصك، كما يلزم الصك صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة وفي حدود مساهمته في المشروع؛⁵

❖ **قابلية الصكوك الإسلامية للتداول:** تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كان التداول بيعاً أم هبةً أم رهناً، غير أن قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلا بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها، فهناك أنواع من

(1) - محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013، ص: 78.

(2) - أسامة عبد الحليم الجورية، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

(3) - الطيب بولحية، عمر بوجميلة، مرجع سبق ذكره، ص: 3-4.

(4) - شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

(5) - الطيب بولحية، عمر بوجميلة، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

الصكوك يمكن تداولها كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعا لأنها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلا إذا تم تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المرابحة؛¹

❖ **عدم قابلية الصكوك للتجزئة:** حيث أن الصكوك الإسلامية لا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة، أو في حالة أيلولة الصك الواحد لشخصين أو أكثر بسبب الإرث أو نحوه، فلا بد من الاتفاق على من يمثل الصك أمام الشركة (شخص واحد)؛²

❖ **تقيد الصكوك بالضوابط الشرعية:** لاشك أن الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فهي لا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.³

ومن خلال ما سبق ذكره، يتضح أن الصكوك الإسلامية تتميز بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى وتكسبها صفة الشرعية في التعامل، ومن أهم ما تتميز به هذه الصكوك أنها تكون قائمة على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، بالإضافة إلى تقيدها بالضوابط والأحكام الشرعية.

المطلب الثالث: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية الأخرى.

تختلف الصكوك الإسلامية عن الأدوات المالية الأخرى (الأسهم والسندات) في نقاط، وتتشرك معها في نقاط أخرى وهذا ما سيتم توضيحه.

الفرع الأول: الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

الصكوك الإسلامية والأسهم من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وفيما يلي يمكن توضيح أهم الفروق التي تميزهما عن بعض.

أولاً- أوجه التشابه.

❖ **الأسهم والصكوك كلاهما عبارة عن حقوق مشاعة في موجودات متنوعة (أعيان أو منافع) وما تؤول إليه من نقود أو ديون أو هما معاً، تم اقتناءها من أجل الاستثمار فيها، ومن ثم توزيع الأرباح المحققة على حامليها، وهذه الموجودات تدار من جانب جهة معينة تكون مسئولة من قبل حملة الصكوك أو الأسهم، كما أن كل**

(1) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

(2) - ساسية جدي، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

(3) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

من حاملي الصكوك الإسلامية والأسهم يملكون الحق في بيع ما بحوزتهم من أسهم أو صكوك إلى غيرهم متى أرادوا ذلك.¹

كلا من الصكوك والأسهم يمثلان ملكية لأصل حقيقي موجود مدر لعائد، يصدر من أجل المساهمة في مشروع مربح، حسب عدد الأسهم والصكوك المستثمرة،² كما يستحق كل منهما حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة ما يملكه من أسهم أو صكوك إلى رأس مال الشركة أو المشروع.³

ثانياً - أوجه الاختلاف.

تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في عدة نقاط يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (2): أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والأسهم.

أوجه الاختلاف	
الأسهم	الصكوك الإسلامية
1- حامل السهم يشارك في إدارة الشركة من خلال انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، ولكل واحد منهم صوت في تعيين الإدارة وعزلها.	1- لا يشارك حملة الصكوك في إدارة الشركة بطريقة مباشرة، كما لا يقومون بانتخاب مجلس الإدارة للشركة، فحامل الصك ليس له الحق في تعيين الإدارة وعزلها، " فالشريعة الإسلامية ترى أن هذه الصورة من صور الاستثمار تعتمد على أن رب المال لا يشارك في اتخاذ القرار الاستثماري، ولا يتدخل في إدارة الشركة (المشروع) وله الحق فقط في أن يختار المدير الذي يجمع بين الأمانة والخبرة".
2- السهم هو عبارة عن جزء من رأس مال الشركة، والغرض من إنشاء هذه الشركة هو الاستثمار والتوسع إلى أجل غير مسمى، أي ليس لها تاريخ تصفية محدد، ولذلك تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة تبقى مدة حياة الشركة.	2- الصكوك هي أداة محددة بأجال معينة تسترجع في نهايتها بإطفائها واسترداد رأس مالها بحسب الصيغة المستعملة.
3- الأسهم تصدر وفق صيغة واحدة هي المشاركة وبذلك تكون نوعاً من أنواع صكوك المشاركة وليس كل الصكوك.	3- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية، كالمشاركة، المضاربة، المرابحة، السلم، الإجارة وغيرها.
4- تمثل الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، ومالك السهم هو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة أي أنها أداة تمويل داخل الميزانية.	4- الصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية، وحامل الصك هو عبارة عن ممول للشركة المصدرة بحسب الأصل المصكك.
5- الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية نتيجة لما تعرفه من تقلبات في اليوم الواحد في الأسواق المالية نتيجة لأداء الشركة ككل.	5- الصكوك ورقة مالية قليلة المخاطر لكونها تصدر مقابل

(1) عبد الله بن محمد المطلق، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010، ص: 5.

(2) محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

(3) شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014، ص: 219.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مجموعة من المراجع، أنظر:

- محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 79.
- شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص: 219.
- سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة- المخرج، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010، ص: 142.
- رفيقة صباغ، هند مهداوي، الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: " إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أفريل 2016، ص: 12.

الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

يمكن التمييز بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في عدة نقاط، يمكن توضيحها فيما يلي:

أولاً- أوجه التشابه.

✻ الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية كلاهما عبارة عن أدوات مالية قابلة للتداول، الغرض منها تمويل مختلف الجهات (حكومية أو شركات خاصة)، بالإضافة إلى كونها تتحكمان في حجم السيولة النقدية المتداولة،¹ " فالصكوك الإسلامية الناتجة عن آلية التصكيك يمكن أن تقدم استثماراً متوسط وطويل الأجل من شأنه إعادة الاعتبار للدور الاستثماري والتنموي للصيرفة الإسلامية. كما يمكنها تفعيل الاستثمار باستخدام تقنية التصكيك الذي يعتمد نجاحه على وجود أصول مدرة للدخل غير قائمة على المداينات، حيث يمكن للبنوك الإسلامية التوسع في الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل بالاعتماد على صيغ المضاربة والمشاركة والإجارة.... ثم تقوم بتصكيك جزء من محفظة أصولها القائمة على موجودات حقيقية وتنقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) والتي بدورها تقوم بإصدار صكوك تباع للمستثمرين وتقوم بتحصيل عوائد الأصول المدرة للدخل، أو تقوم جهة أخرى تتولى عملية التحصيل والتحويل وتقديم الضمانات، ومن خلال هذه الآلية يمكن للبنك الإسلامي أن يوزع مخاطر الائتمان التي يتعرض لها. ويرى الدكتور المتخصص في الصيرفة الإسلامية لآحم الناصر أن هذه الآلية ستوفر للبنوك الإسلامية السيولة النقدية الكافية للدخول في عمليات تمويل جديدة أو للتوسع في نشاطها"²

✻ على عكس الأسهم، الصكوك والسندات محددان بمدة زمنية، حيث تنتهي بانتهاء الفترة المعلنة لها والغرض الذي أنشأت من أجله، وذلك عن طريق استردادها أو إطفاءها؛³

(1)- رفيقة صباغ، هند مهداوي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

(2)- حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 115-116.

(3)- رفيقة صباغ، هند مهداوي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

تعتبر الصكوك والسندات من الأدوات المالية متدنية المخاطر وذات استقرار كبير، لكونهما مدعومتان بأصول مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم لآجال طويلة؛¹ حاملي الصكوك والسندات ليس لهم الحق في التصويت والاشتراك في مجلس الإدارة.² ثانياً - أوجه الاختلاف.

الجدول رقم (3): أوجه الاختلاف بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

أوجه الاختلاف		
عناصر المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
الطبيعة والشكل القانوني	تمثل حصة شائعة في صافي موجودات الشركة، وتكون قائمة على أساس المشاركة في الربح والخسارة وتعتبر من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل.	لا تتعلق بموجودات الشركة، وإنما هي عبارة عن قرض ربوي يمثل دين في ذمة الشركة التي تصدره، بفوائد دورية (ثابتة)، ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.
العائد والمخاطر	يشارك حملة الصكوك في تحمل الخسائر ويتأثرون بنتيجة أعمال الشركة أو المشروع، فهم لهم الغنم الذي يحققه المشروع وعليهم الغرم الذي يتعرض له.	يستحق حامل السند الربوي القيمة الاسمية لسنده مضافاً إليها الفوائد المتفق عليها، فهو لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ولا بمركزها المالي.
الحكم الشرعي	الصكوك عبارة عن أوراق مالية مباحة و جائزة شرعاً، تكون مهيكلة وفق صيغة من صيغ التمويل الإسلامي (المضاربة، المرابحة، المشاركة والإجارة...) على أساس عقد شرعي، الأمر الذي يكسبها صفة الورقة المالية الحلال للتعامل في الأسواق المالية.	لقد أجمع العلماء على تحريم السندات بجميع أنواعها وقد استدلوا في ذلك على أدلة من الكتاب والسنة، وذلك لاحتوائها على الفوائد الربوية المحرمة شرعاً والتي نهانا الله عنها وذلك في قوله تعالى: ﴿ الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ۗ ۝۳

(1) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

(2) - شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

(3) - سورة البقرة، الآية 275.

الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

التداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات استثناء صكوك السلم والاستصناع لا تتداول.	قابليتها للتداول.
الأولوية في توزيع الأرباح	لا يكون لحامل الصك الأولوية في توزيع الأرباح عند التصفية، بل تصرف نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون.	حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده عند تصفية المشروع.
ضمان رأس المال	لا يوجد ضمان لرأس مال حاملي الصكوك، وإنما يجوز شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان، شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد.	تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد.
الإطفاء	قد يكون الإطفاء جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار أو كلياً في نهاية مدة الإصدار، مع ضرورة مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك.	يمكن أن يكون الإطفاء جزئياً بالتدرج خلال سنوات الإصدار، أو كلياً في نهاية مدة الإصدار، وذلك وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار.

المصدر: - من إعداد الطالبة بالاعتماد على عدة مراجع، أنظر:

- هند مهدي وآخرون، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بعين تموشنت، العدد 12، 2011، ص: 3.
- محمد عدنان بن الضيف، ربيع المسعود، مداخلة بعنوان أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص: 18.

من خلال إبرازنا للفرق بين الصكوك الإسلامية والأدوات المالية الأخرى والتي هي الأسهم والسندات تبين لنا أنها تشترك في بعض النقاط وتختلف في نقاط أخرى، فالأسهم والصكوك الإسلامية كلاهما يمثل حقوق مشاعة في موجودات متنوعة يتم استثمارها وتوزيع الأرباح على حامليها حيث يستحق كل من حامل الصك والسند حصة تتناسب مع قيمة ما يملكه من صكوك أو أسهم عكس السندات التقليدية التي يكون العائد عليها ثابت إضافة إلى الفائدة المتفق عليها، كما أن كل من الصك الإسلامي والسند التقليدي يكون محدد بمدة زمنية تنتهي بانتهاء الفترة المعلنة عليها والغرض الذي أنشأت من أجله باستردادها أو إطفائها على عكس السهم الذي يكون له مدة محددة فهي تبقى طول مدة حياة الشركة والتي في الغالب لا يكون لها تاريخ تصفية.

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية: أنواعها، أهميتها ومخاطرها.

إن نجاح صناعة الصكوك الإسلامية ترتبط أساسا بالدور الأساسي الذي تؤديه هذه الصناعة، حيث تأخذ هذه الصكوك أنواعا وأشكالا مختلفة، كما تتعرض هذه الصكوك لعدة مخاطر تؤثر على حملة الصكوك، وبالمقابل أيضا تحضى هذه الصكوك بعدة ضمانات، وهذا ما سيتم التطرق إليه فيما يلي:

المطلب الأول: أنواع الصكوك الإسلامية.

لقد أشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشر نوعا من الصكوك الإسلامية، حيث سيتم عرض أهم الصكوك انتشارا واستخداما كما يلي:

الفرع الأول: صكوك المشاركة.

إن صكوك المشاركة* هي أداة مالية إسلامية تم تطويرها في الواقع العملي حيث أقرها مجمع الفقه الإسلامي بمنظمة المؤتمر الإسلامي، وأصدر قرارا في هذا الشأن يجيز هذا النوع من الأدوات.¹ وهي عبارة عن "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار صكوك المشاركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة أو على أساس الوكالة بالاستثمار، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك بصفتهم شركاء وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة ونوع النشاط وطبيعة المشروع وطريقة إدارة المشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة هي على قدر حصص الشركاء"². وتتخذ هذه الصكوك أشكالا:³

❖ صكوك الشركة.

الشركة لغة: مخالطة الشريكين، يقال: اشتركنا بمعنى تشاركنا، وقد اشترك الرجلان وتشاركا وشارك أحدهما الآخر، وشاركت فلانا: صرت شريكه واشتركنا وتشاركنا في كذا وشركتُهُ في البيع والميراث.⁴

(1) - الطيب بولحية، عمر بوجميلة، مداخلة بعنوان دور الصكوك المالية الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية عرض للتجربة الماليزية ومدى إمكانية الاستفادة الجزائر منها، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، يومي: 12-13 أبريل 2016، ص: 4.

(2) - أنظر: - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 239. - حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

(3) - حكيم براضية، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

(*) - المشاركة: تقوم على عقد شركة الأموال حيث يحتل الشركاء المساهمين في رأس المال كلا من الربح والخسارة تماشيا مع القاعدة الفقهية "الغنم بالغرم"، كما يعتبر هذا الأسلوب من أبرز أساليب التمويل في المصارف الإسلامية والبدل عن أسلوب القرض الربوي.

(4) - ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص: 2248.

الشركة اصطلاحاً: عرفت بأنها " عقد بين المشاركين في رأس المال".¹
وصكوك الشركة هي "هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها".

❖ صكوك المضاربة.

المضاربة (المقارضة): "هي اتفاق بين طرفين يبذل أحدهما فيه مال ويبذل الآخر جهده ونشاطه في الاتجار والعمل بهذا المال، على أن يكون ربح ذلك بينهما على ما يشترطانه، أي اشتراك بدن ومال، ومعناها أن يدفع شخص ماله إلى آخر يتجر له فيه على أن ما حصل من الربح بينهما حسب ما يشترطانه".²

وصكوك المضاربة هي: "وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها. والمصدر لتلك الصكوك هو المضارب، والمكتتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصصة المتفق عليها من الربح لأرباب المال ويتحملون الخسارة إن وقعت".

❖ صكوك الوكالة بالاستثمار.

الوكالة لغة: "من التوكل ويقال، وكلت أمري إلى فلان، أي أَلجأتهُ إليه واعْتَمَدْتُ فيه عليه، ووكل فلاناً فلاناً إذا استَكْفَاهُ أمره ثقة بكفائته أو عجزاً عن القيام بأمر نفسه".³

والوَكَالَةُ: هي أن يعهد إلى غيره أن يعمل له عملاً.⁴

وصكوك الوكالة بالاستثمار "هي وثائق يصدرها فرد أو شركة بقصد استثمار حصيلتها في مشروع معين أو نشاط خاص بصفته وكيلاً بأجر مقطوع أو بنسبة من رأس المال المستثمر، ويكتتب الموكلون في هذه الصكوك بقصد استثمار الصكوك والحصول على ربح، وتحدد نشرة إصدار هذه الصكوك طبيعة النشاط ونوع المشروع الذي تستثمر فيه حصيلة هذه الصكوك ومدة الاستثمار وحدود سلطات الوكيل والأجرة التي يستحقها".⁵

ومن بين تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء عقارات مثلاً تديرها جهة متخصصة في ذلك بهدف عائد يتم توزيعه على المالكيين

(1) - إبتسام ساعد، دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي - التجربة الماليزية نموذجاً-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017، ص: 76.

(2) - نفس المرجع، ص: 83.

(3) - ابن منظور، مرجع سبق ذكره، ص: 499.

(4) - المعجم الوسيط، مرجع سبق ذكره، ص: 1055.

(5) - أبو بكر توفيق فتاح، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة (دراسة موضوعية في واقع المالية العالمية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2015، ص: 71.

بنسبة ما يملكه كل منهم.¹

الفرع الثاني: صكوك الإجارة.*

" هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك".²

ويمكن تعريف صكوك الإجارة أيضا على أنها: " أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات ذات عائد، قابلة للتداول بعد قفل باب الاكتتاب وبدئ عمليات الاستثمار على أساس عقد الإجارة حتى تاريخ تصفية المشروع ".³

❖ أنواع صكوك الإجارة: يمكن أن نميز بين أربعة أنواع من صكوك الإجارة:⁴

1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة: وتنقسم إلى نوعين:

❖ "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إجارة منافعها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك".

❖ "وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر)، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي بغرض إعادة إيجارها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك".

2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة الذمة:

"وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض إجارة أعيان موصوفة في الذمة واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين الموصوفة في الذمة مملوكة لحملة الصكوك".

3- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

" هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة

(1) - وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجري، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص ص: 911-912.

(*) الإجارة: عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معينة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل معلوم بعوض معلوم والانتفاع تابع.

(2) - زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، إربد، الأردن، 2008، ص: 95.

(3) - سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية-، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي بعنوان " إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، أيام 06، 07، 08، أكتوبر 2012، ص: 3.

(4) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 238-239.

مسماة) واستقاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك".

4- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة.

" هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تقديم الخدمة من مصدر موصوف في الذمة (كمنفعة التعليم من جامعة يتم تحديد مواصفاتها دون تسميتها) واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك".

الفرع الثالث: صكوك الاستصناع.

"هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك".¹ والجدير بالذكر أن المصدر لصكوك الاستصناع هو الصانع (البائع) والمكتتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها.²

ولتبسط آلية إصدار صكوك الاستصناع نأخذ المثال التالي: إذا أرادت شركة بحرية (النقل البحري) زيادة أسطولها من السفن فإنها تقوم بإبرام عقد استصناع مع من يصنع السفن، حيث يحدد لها الأخير المبلغ (المادة الأولية + الأتعاب)، بعد ذلك تقوم المؤسسة بإصدار صكوك الاستصناع التي تمثل رأس مال العملية وذلك للاكتتاب فيها لدى الجمهور، وبعد الاكتتاب والحصول على الأموال اللازمة يتم انجاز مشروع بناء السفن وتتعهد المؤسسة بشراء المصنوع (السفن) وفق سعر متفق عليه.

أو تتم العملية وفق آلية الاستصناع الموازي* وذلك من خلال جهة وسيطة تبرم معها مؤسسة النقل البحري على عقد استصناع، وبالمقابل تقوم الجهة الوسيطة بإبرام عقد استصناع موازي مع مصنع السفن يصنع بموجبه السفن بالمواصفات التي تطلبها مؤسسة النقل البحري، ثم تطرح الجهة الوسيطة صكوكا مجموعها بقيمة العملية، وبعد تنفيذ عقد الاستصناع الموازي وذلك بالانتهاء من صنع السفن تقوم الجهة الوسيطة ببيعها إلى مؤسسة النقل البحري وهامش الربح يقسم على حملة الصكوك وتأخذ الجهة الوسيطة أجرة القائم على المشروع، أو يكون لها نصيب من الربح باشتراكه في ملكية الصكوك.³

(1)- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية، مرجع سبق ذكره، ص: 3.

(2)- شافية كتاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، ص: 84.

(3)- محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية " دراسة في المقومات والأدوات - من وجهة نظر إسلامية -، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص: 134-135.

(*)- الاستصناع الموازي: وهو الذي يتم فيه عقدين منفصلين عن بعضهما البعض، بحيث يتم بين المستصنع والصانع المؤقت هذا العقد الأول، وعقد ثان بين الصانع المؤقت وصانع آخر يتولى صنع الشيء بمواصفات مشابهة للمصنوع المتفق عليه في العقد الأول.

الفرع الرابع: صكوك المرابحة.*

"هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك".¹

والهدف من إصدار صكوك المرابحة هو تمويل عقد بيع بضاعة مرابحة كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مرابحة نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المرابحة وقبضها قبل بيعها مرابحة.²

ويتم إصدار صكوك المرابحة وفق الآلية التالية: تتقدم بالوعد بالشراء للبنك بمواصفات الشيء المراد شراؤه، حيث يقوم البنك بالبحث عن هذا الشيء ويقوم بتحديد قيمته، وبعدها يقوم البنك بطرح صكوك المرابحة مجموعها بقيمة هذا الشيء المراد شراؤه، حيث تصبح هذه السلعة ملكا لحملة الصكوك وبعد ذلك تقوم ببيعها (حملة الصكوك ممثلين فيمن يوكلهم) عن طريق أفساط للواعد بالشراء وفق ربح معلوم ومحدد، والقائم على العملية هو البنك الذي يأخذ مقابل ذلك أجرا من طرف حملة الصكوك باعتباره وكيلاً عنهم.³

الفرع الخامس: صكوك المزارعة.

"هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد. والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزراعة".⁴

الفرع السادس: صكوك المساقاة.

"وهي تلك التي يكون الغرض من إصدارها سقي الأشجار المثمرة ورعايتها ويتحصل أصحابها على حصة من الثمار.⁵ وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة".

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 239.

(2) - رفيقة صباغ، هند مهداوي، مرجع سبق ذكره، ص: 9.

(3) - محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية " دراسة في المقومات والأدوات - من وجهة نظر إسلامية - مرجع سبق ذكره، ص: 135.

(*) - المرابحة: هي أحد بيوع الأمانة في الشريعة الإسلامية، وفيه يحدد ثمن البيع بناء على تكلفة السلعة زائد ربح متفق عليه بين البائع والمشتري.

(4) - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

(5) - شوقي جباري، فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010، ص: 15.

والمصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساقى (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار.¹

الفرع السابع: صكوك المغارسة.

"هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس".²

وهذه الصكوك إما أن يصدرها مالك أرض صالحة لغرس الأشجار، والمكتتبون فيها هم المغارسون في عقد المغارسة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف غرس الشجر. أو قد يكون المصدر هو المغارس (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين غرست الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويستحق حملة الصكوك الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر.³

الفرع الثامن: صكوك السلم.

"هي وثائق متساوية القيمة تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم والغرض منه تمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل وبعد ذلك يتم بيعها والعائد على الصكوك يتمثل في الربح الناتج عن البيع، وهي غير قابلة للتداول إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع يعني ذلك بعد استلام السلعة وقبل بيعها، فهو عقد بيع يعجل فيه الثمن ويؤجل فيه المبيع، فهو بذلك بيع آجل بعاجل، وهو عكس البيع بثمن مؤجل".⁴

والمصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكتتبون فيها هم المشترون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك لسلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها.⁵

ومن بين التطبيقات أن تطرح الدولة صكوك السلم لما تنتجه من ثروات كالنفط مثلا وتكون الآلية كالاتي:⁶

(1) - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية "تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين"، مجلة الباحث، العدد 9، 2011، ص: 257.

(2) - حميد قرومي، مداخلة بعنوان: صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية "الصكوك الإسلامية والوقفية"، كلية العلوم الاقتصادية، صفاقس، تونس، يومي 16-17 جوان 2014، ص: 5.

(3) - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

(4) - شوقي جباري، فريد خميلي، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(5) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 241.

(6) - وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 912-913.

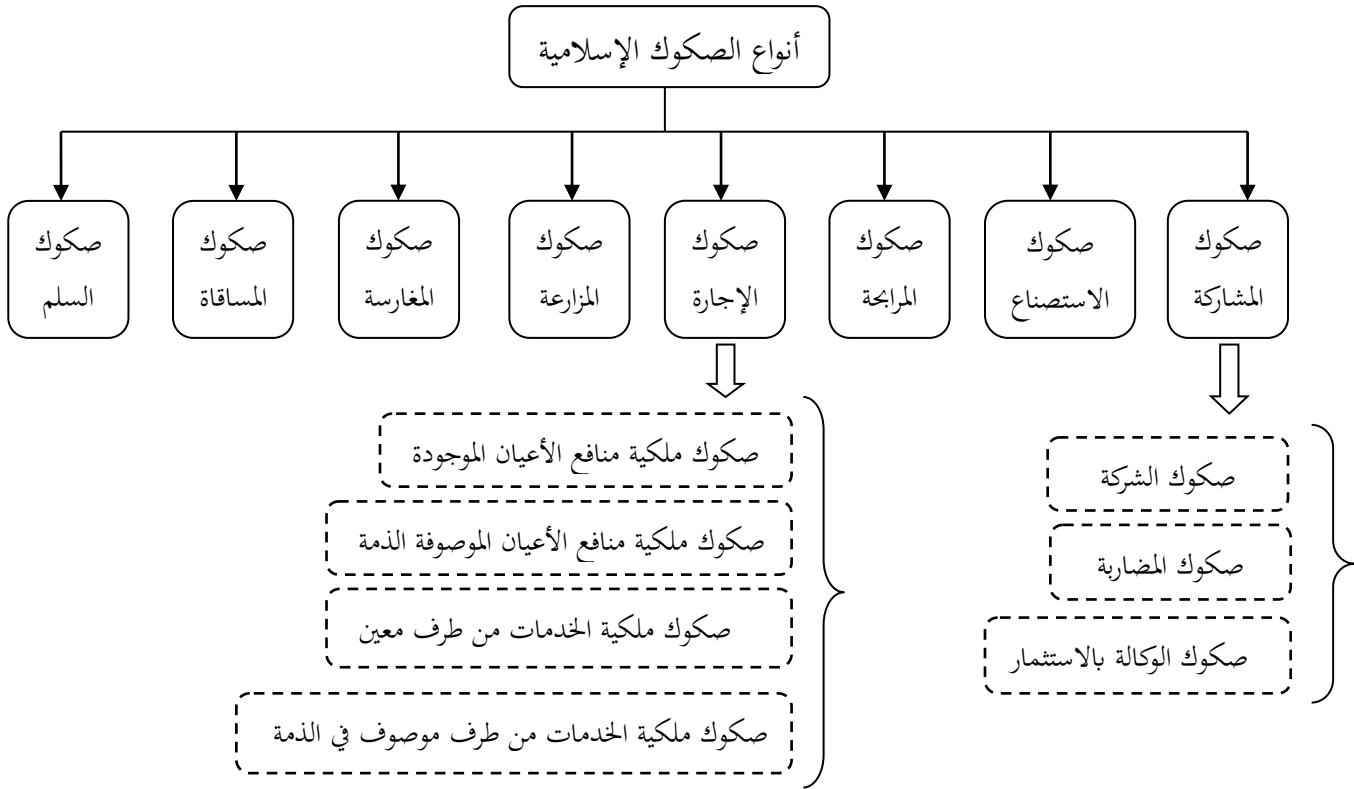
الفصل الأول: الإطار النظري للصكوك الإسلامية

تطرح الدولة في شهر يناير صكوك لبيع كمية معينة من النفط الذي ستستخرجه من الآبار في آخر شهر فبراير مثلا وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية وبسعر يتم الاتفاق عليه، وبطبيعة الحال فإن هذا السعر سيأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لحامل الصك؛

تكون قيمة الصك عشرة آلاف دينار مثلا لكمية معينة من البترول يتم ذكرها في الصك؛

في تاريخ استحقاق صكوك السلم النفطية توفر الدولة الكمية المتفق عليها من النفط للجهة الموكلة من قبل أصحاب الصكوك (وزارة من وزارات الدولة المعنية مثلا) التي تقوم ببيعها بصفقتها وكيلة عن أصحاب الصكوك في السوق العالمية ويتم توزيع قيمة المبيع على أصحاب الصكوك نسبة وتناسبا وقد تكون النتيجة ربحا أو خسارة.

الشكل رقم (1): يوضح أنواع الصكوك الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطالبة.

نلاحظ من خلال الشكل أن الصكوك الإسلامية تأخذ عدة أشكال وصيغ، فهي قائمة على صيغ التمويل الإسلامي التي جاء بها الإسلام كبديل للفوائد الربوية المحرمة، فنجد صكوك المشاركة، صكوك المضاربة، صكوك الوكالة بالاستثمار، صكوك الإجارة، صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك المزارعة والمساقاة والمغارسة، وصكوك السلم، وكل نوع من هذه الصكوك يخضع لأحكام خاصة تحدد كيفية إصداره وتداوله.

المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية ومخاطرها.

تلعب الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة لكل من الأفراد والأسواق المالية والاقتصاد ككل، كما يواجه حملة هذه الصكوك العديد من المخاطر، وهذا ما سيتم توضيحه في هذا المطلب.

الفرع الأول: أهمية الصكوك الإسلامية.

تعد الصكوك الإسلامية من أفضل وسائل التمويل المتفقة وأحكام الشريعة الإسلامية، وهي تلعب دورا هاما بالنسبة لكل من المستثمرين والاقتصاد الكلي والأسواق المالية، ويمكن إبراز هذه الأهمية في النقاط التالية:¹

✿ إن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يدل على مدى سعة وحكمة وتكامل النظام الإسلامي؛

✿ إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي بما يسهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛

✿ تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛

✿ الصكوك أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض، مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق؛

✿ تساعد على النهوض بالاقتصاد الإسلامي نظرياً وعملياً، أما نظرياً فهي استكمال لحلقات الاقتصاد بجانب البنوك وشركات التأمين الإسلامية، أما عملياً فإن وجود هذه الأدوات تساعد على رفع الحرج الديني عن المستثمرين.²

كما يمكن توضيح أهمية الصكوك الإسلامية أيضا في ما يلي:³

✿ توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، بحيث تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية؛

✿ تهيئة المناخ لقيام سوق مالية إسلامية، بالإضافة إلى جذب مدخرات الباحثين عن الاستثمار الخالي من كافة المحظورات، خاصة أموال المغتربين ومختلف الأموال المهاجرة إلى خارج العالم الإسلامي؛

(1) - نوال بن عمار، مرجع سبق ذكره، 254.

(2) - زياد النماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 2.

(3) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

✿ زيادة كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية نظرا لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه؛

✿ تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل صيغ التمويل الإسلامي والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي ظهرت كبديل شرعي للسندات الربوية؛

✿ تساهم في إنعاش الاقتصاد وذلك بالاستفادة من رؤوس الأموال التي لا ترغب المشاركة في المشاريع التي يتم تمويلها عن طريق الربا؛

✿ تعتبر الصكوك الإسلامية من الأدوات الفعالة في معالجة عجز الموازنة العامة، حيث يمكن أن تعتبر بديلا شرعيا ناجحا في تمويل عجز الموازنة العامة في الكثير من الدول الإسلامية التي تلجأ للاقتراض الربوي وما ينتج عنه من تراكم للديون.

الفرع الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية وضماداتها.

على الرغم من أن الصكوك الإسلامية جاءت متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا لا يعني أنها خالية من المخاطر.

أولا: مخاطر الاستثمار في الصكوك الإسلامية.

تتعرض الصكوك الإسلامية للعديد من المخاطر يمكن توضيحها كما يلي:

1- مخاطر مصدري الصكوك: قد يكون مصدر الصك فردا أو شركة أو حكومة، ومصدري الصكوك هم أصحاب قرار الاستثمار وذلك باعتبار أنهم أصحاب فكرة المشروع وهم الذين يتلقون حصيلة الاكتتاب، ثم يوجهونها للاستثمار في أي مشروع يروونه مناسبا، وحملة الصكوك لا يشاركون في قرار الاستثمار باعتبارهم أصحاب المال ولا يقيدهم إلا أحكام عقود التمويل التي أصدر على أساسها الصك، إضافة إلى شروط نشرة الإصدار، لذلك هناك مخاطر تكمن في هذا الجانب، ولتجنب هذه المخاطر يجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار مصدري الصكوك من ذوي الخبرة والكفاءة الاستثمارية.¹

2- مخاطر الذمة المالية* لمصدري الصكوك: حيث يواجه المستثمرون خطرين هما:²

(1) - زياد الدماغ، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول الخدمات المصرفية الإسلامية والتمويل، يومي 15-

16 جوان 2010، ص ص: 5-6.

(*) - الذمة المالية: هي مجموع ما للشخص وما عليه من حقوق والتزامات مالية حاضرة ومستقبلية.

(2) - صفية أحمد أبو بكر، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009، ص ص: 19-20.

✧ **خطر التأخر في الوفاء: Slow pay risk:** وهو الخطر الذي يظهر إذا توقع حملة الصكوك تأخر العوائد التي ستوزع عليهم لعدة أشهر بسبب رغبة المدين في تأخير الوفاء، ففي هذه الحالة فإن حملة الصكوك سيصابون بخيبة أمل لن تؤثر فقط في التنبؤ بقدرة الأصول على الوفاء، بل أيضا على الثقة في صفقات التصكيك بكاملها.

✧ **خطر العجز عن الوفاء No pay risk:** ويظهر هذا الخطر عندما يعجز المدين عن الوفاء بسبب تعرضه للتعثر المالي أو الإفلاس، أي أن وقوع هذا الخطر يعتمد على الجدارة الائتمانية للمدين، الأمر الذي يبرز الدور الكبير الذي تلعبه مؤسسات التصنيف العالمية في التقليل من هذا الخطر و مساعدة حملة الصكوك على توقع هذه المخاطر قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الصكوك المصدرة، من خلال درجة التصنيف الائتماني التي تحصل عليها المؤسسة البادئة للتصكيك (المصدر)، إضافة إلى وجود الضمانات الكافية مقابل تلك الصكوك لتعزيز ثقة المستثمرين بها في أسواق رأس المال.

3- مخاطر أصول الصكوك: ومخاطر أصول الصكوك هي أشد أنواع المخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها الصكوك، وذلك نظرا لأن ضياع الأصل يؤدي إلى فقدان العائد أيضا، فالصكوك الإسلامية تمثل أصولا غير نقدية، قد تكون أعيانا أو سلعا تشتري وتباع، وقد تكون عقارات أو وسائل نقل أو معدات يتم استغلالها، أو أنشطة صناعية أو زراعية أو مشاريع خدمات، وهذه الأصول بطبيعتها الحال معرضة للتلف أو انخفاض القيمة بسبب مخاطر السوق (تغير الأسعار)، وحتى ولو تم توفير الصيانة لها فإن ذلك يطيل عمرها الزمني، لكنه لا يعصهما من التعرض للتلف والهلاك.¹

4- مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية: من أهم الخصائص التي تميز المؤسسات المالية الإسلامية هو الالتزام بالأحكام والضوابط الشرعية، وكذلك الأمر بالنسبة للصكوك الإسلامية فمخالفة أحكام الشريعة الإسلامية في أي مرحلة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة ودرجة خطورتها، وصور المخالفة للشريعة الإسلامية كثيرة، فكل هيكل من هياكل الصكوك له ضوابطه الشرعية الخاصة به والتي تعتبر مخالفتها من المخاطر التي يجب دراستها ومحاولة الحد منها.²

5- المخاطر التشغيلية: فمن المعلوم أن الصكوك قائمة على أصول، وأن العائد على هذه الصكوك ناتج عن هذه الأصول، لذا فإن المخاطر التشغيلية المحتملة الناتجة عن تملك هذه الأصول يتحملها حملة الصكوك، مثل

(1) - عبد الستار أبو غدة، المخاطر في الصكوك و موقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-25 ماي 2010، ص: 4.

(2) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

الأضرار البيئية الناتجة عن المصانع أو البواخر وغيرها من المخاطر التي تتعلق بكل أصل على حدة، لذلك يجب أن تدرس بعناية.¹

6- المخاطر القانونية: نظراً لأن الكثير من النظم والتشريعات في كثير من الدول هي أنظمة وضعية (أي من صنع البشر) مما يجعلها في الكثير من موادها تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فقد يحدث تعارض بين هذه الأنظمة وأحكام الشريعة الإسلامية، لذلك لا بد من مراعاة البيئة التشريعية التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.²

7- مخاطر صيغ التمويل الإسلامية: هناك مخاطر مرتبطة بصيغ التمويل الإسلامية حيث نجد:³

✧ **مخاطر صكوك المضاربة:** تتمثل مثلاً في سوء الأمانة وعدم كفاءة الشريك المضارب، بالإضافة إلى سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وبالتالي صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية، ومن أجل تجنب مثل هذه المخاطر كان لزاماً على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب؛

✧ **مخاطر صكوك المشاركة:** مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة وكذلك صعوبة التدقيق والمراجعة عند التصفية؛

✧ **مخاطر صكوك الإجارة:** تتمثل في ارتفاع نسبة التضخم مقرونة بطول فترة السداد، وكذلك مشاكل الصيانة للعين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة ومنتجاتها؛

✧ **مخاطر صكوك الاستصناع:** مثلاً مخاطر التخزين ويطلق المخاطر الزمنية، أو عدم سداد الأقساط و اختلاف مواصفات الأصل المصنوع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع؛

✧ **مخاطر صكوك البيوع:** وتتمثل في عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعاً،⁴ أو هلاك السلعة قبل التسليم.

ثانياً: ضمانات الصكوك الإسلامية.

- **ضمان الطرف الثالث:** ومعناه أن يصدر الضمان من طرف ثالث يختلف عن طرفي العقد (شخص منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد(جهة الإصدار وحملة الصكوك))، وليس وكيلاً أو سمساراً لأحد

(1)- زياد الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

(2)- صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

(3)- صليحة عماري، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية " آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، ص: 18.

(4)- زياد الدماغ، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

الطرفين أو مكفولاً من أحدهما، وقد يكون شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً،¹ وهذا الضمان جائز شرعاً لأنه ليس كفالة عن ديون، و هو في الواقع تعهد ملزم بتقديم هبة تعادل قيمة الأصول الاسمية في حال تعرضها للهلاك مهما كان سببه، أي حتى لو كان ناشئاً عن التعدي والتقصير من المدير إذا لم يتمكن حملة الصكوك من إلزامه بالتعويض لأن هذا الإلزام له الأولوية فهو حكم شرعي أما التعهد هو التزام عقدي وهو مشروع.²

وكما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار: " ليس هناك ما يمنع شرعاً في نشرة الإصدار، أو صكوك المقارضة من الحصول على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبران الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاماً مستقلاً عن عقد المضاربة، بمعنى أن التزامه ليس شرطاً في نفاذ العقد وترتب آثار عليه ".³

2- مؤسسات ضمان الاستثمار: بالإضافة إلى مؤسسات أو اتفاقيات ضمان الاستثمار التقليدية: مثل اتفاقيات الضمان للبنوك، ومؤسسة ضمان الاستثمار في الكويت، هناك المؤسسة الإسلامية لتأمين الاستثمار وائتمان الصادرات التي أنشأها البنك الإسلامي للتنمية، وهي تعمل وفقاً للشرعية، ويمكن الاشتراك فيها لتأمين الصكوك.⁴

3- التعهد بشراء موجودات الصكوك: وهو التزام مصدر الصكوك بشراء أصول (موجودات) الصكوك على اختلاف أنواعها من حاملها، حيث يجري التعهد بالشراء بإحدى القيم التالية: القيمة السوقية لموجودات الصكوك، القيمة العادلة (أي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجودات)، أو بسعر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبل. وكما نلاحظ أنه لا وجود لضمان رأس المال عند الشراء بالقيم الثلاثة المذكورة سابقاً، لأنه في الحقيقة سعر يخضع لرضا الطرفين واتفاقهما، لأن السعر في الحالات الثلاثة قد يكون أنقص بكثير من القيمة الاسمية. أما عندما يكون التعهد بالشراء بسعر متفق عليه سلفاً أو بالقيمة الاسمية، فهذا يعني حصول الضمان الممنوع والمتمثل في ضمان رأس المال.⁵

وكما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 188(20/3) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، أنه لا يجوز للمضارب أو الشريك أو الوكيل أن يتعهد بشراء الصكوك أو أصول الصكوك بقيمتها

(1)- مشعل عبد الباري، الصكوك " حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية والعائد، والضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين،

مجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة العشرين، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012، ص: 9.

(2)- عبد الستار أبو غدة، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

(3)- مشعل عبد الباري، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

(4)- عبد الستار أبو غدة، مرجع سبق ذكره، ص: 5.

(5)- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض

وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24-26 ماي 2010، ص: 30.

الاسمية أو بقيمة محددة سلفاً بما يؤدي إلى ضمان رأس المال أو إلى نقد حال بنقد مؤجل أكثر منه، ويستثنى من ذلك حالات التعدي والتفريط التي تستوجب ضمان حقوق حملة الصكوك¹.

4- كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه: الكفالة من مدير الصكوك شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار، بعقد منفصل بالمجان لمن يتعامل معه كشركة تنفيذ هندسية أو مصدر أو مورد للسلع، جائزة لأن هذه الكفالة لا تستلزم حقيقة حصول الربح أو حتى ضمان رأس المال حتى تكون ممنوعة، بل هي كفالة طوعية من مدير الصكوك للالتزام جهة ما تعاقدها معها، كحسن تنفيذ مشروع ما، أو التزام أطراف خارجية تعاقدها معها مدير الصكوك بسداد مديونيات ناتجة عن عقود قد لا تثمر ربحاً أصلاً بل قد تكون خاسرة، فلا ضمان واقع إذن لحصيلة الصكوك أو أصل عائدها المتوقع².

5- حق حملة الصكوك في الإطلاع على سير عملية الاستثمار: بما أن حملة الصكوك هم أصحاب المال، فإنهم المتضرر الأول في حالة وقوع الخسارة، ولذلك ينبغي أن يكون لهم الحق في أن يكونوا على إطلاع دائم بمختلف تطورات العملية الاستثمارية بغض النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، ولا يعد إعطائهم هذا الحق تدخلاً مباشراً في إدارة شؤون عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضارباً كان أو وكيلاً بالاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

ولضمان إطلاع حملة الصكوك على سير العملية الاستثمارية، ينبغي أن يمثلوا بجهة تكون مستقلة عن الجهة التي تتولى إصدار الصكوك تحقيقاً للمصداقية، وللتأكد من حقيقة الاستثمار وشرعيته، وأن عملية الإصدار ليست غطاءً للحصول على تمويل بالربا تحت غطاء من الصكوك³.

ومن خلال ما سبق ذكره، يتضح أن الصكوك الإسلامية على الرغم من أنها جاءت كبديل للسندات التقليدية، وعلى الرغم من أنها خالية من جميع المحظورات الشرعية، إلا أنها تتعرض للعديد من المخاطر، كما أنها أيضاً تتوفر على العديد من الضمانات التي تضمن بعض الحقوق لحملة الصكوك، وذلك في إطار ما يتيحه الشرع الإسلامي.

(1) - مجمع الفقه الإسلامي الدولي: القرار رقم 188 (20 / 3) بشأن استعمال موضوع الصكوك الإسلامية، تم الإطلاع عليه يوم 13- 05- 2016،

على الساعة 14:57، على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.

(2) - معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

(3) - نفس المرجع، ص: 35.

المبحث الثالث: الضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

الصكوك كغيرها من الأدوات المالية تحكمها ضوابط و أسس تنظم عملية إصدارها وتداولها، وهذه القواعد والأسس تكون مبنية على أحكام ومقاصد الشريعة الإسلامية، ونظرا لاتساع تطبيق الصكوك الإسلامية في العالم والإقبال عليها، قام المجلس الشرعي بهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بإعادة بحث موضوع إصدار الصكوك وتداولها في عدة اجتماعات ليوصي المؤسسات المالية الإسلامية وهيئات الرقابة الشرعية أن تلتزم بمجموعة من المعايير والضوابط.

المطلب الأول: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية.

سنقوم في هذا المطلب باستعراض أهم الضوابط الشرعية التي تحكم إصدار الصكوك الإسلامية، والتي يمكن إبرازها في النقاط التالية:

الفرع الأول: الضوابط العامة لإصدار الصكوك الإسلامية.

وتتمثل في النقاط التالية:¹

✧ أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث وغيرها من التصرفات المشروعة؛²

✧ يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية؛

✧ يجوز تصكيك (توريق) الموجودات من الأعيان والمنافع والخدمات، وذلك بتقسيمها إلى حصص متساوية وإصدار صكوك بقيمتها. أما الديون في الذمم فلا يجوز تصكيكها (توريقها) لغرض تداولها؛

✧ تترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك؛

✧ طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها؛

✧ تنظم عقود إصدار الصكوك العلاقة بين طرفيها، أي مصدر الصك والمكتتب فيه، وتترتب آثار هذه العقود من حقوق والتزامات بين طرفيها بمجرد انعقاد العقد؛

✧ تتحدد العلاقة بين طرفي الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية؛

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 240-243.

(2) - محمد عبد الغفار الشريف، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه

الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، ص: 5.

✧ أن تتضمن نشرة إصدار الصكوك تحديد العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه، كبيع العين المؤجرة، أو الإجارة أو المرابحة أو الاستصناع أو السلم أو المضاربة أو المشاركة أو المزارعة أو المغارسة أو المساقاة؛
✧ أن يكون العقد الذي أصدر الصك على أساسه مستوفيا لأركانه وشروطه، وأن لا يتضمن شرطا ينافي مقتضاه أو يخالف أحكامه؛

✧ أن ينص في نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته؛

✧ أن تنص النشرة على أن يتم استثمار حصيلة الصكوك وما تتحول إليه تلك الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛

✧ يجب أن تنص النشرة على مشاركة مالك كل صك في الغنم وأن يتحمل من الغرم بنسبة ما تمثله صكوكه من حقوق مالية؛

✧ أن لا تشمل نشرة الإصدار على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكة قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي والتقصير، ولا قدرا معين من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل؛

✧ يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة، أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه؛

✧ يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة مثل إنشاء صندوق تأمين إسلامي بمساهمات من حملة الصكوك، أو الاشتراك في تأمين إسلامي (تكافلي) بأقساط تدفع من حصة حملة الصكوك في العائد أو من تبرعات حملة الصكوك، لا مانع شرعا من اقتطاع نسبة معينة من العائد؛

الفرع الثاني: الضوابط الخاصة لإصدار الصكوك الإسلامية.

وتتمثل فيما يلي: ¹

✧ **إصدار صكوك المضاربة:** المصدر لهذه الصكوك هو المضارب، والمكاتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة، ويملك حملة الصكوك موجودات المضاربة والحصة المتفق عليها من الربح لأرباب العمل ويتحملون الخسارة إن وقعت.

(1) أنظر - أحمد إسحاق الأمين حامد، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2005، ص: 54-60.

- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 240-241.

❖ **إصدار صكوك الإجارة:** المصدر لهذه الصكوك بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن الشراء، ويملك حملة الصكوك تلك الموجودات على الشيوخ بغنمها وغمها، وذلك على أساس المشاركة فيما بينهم.

صكوك الأعيان المؤجرة تصدر لأجال قصيرة أو طويلة أو متوسطة وقد تصدر دون تحديد أجل على أن تحدد نشرة الإصدار: طريقة تصفية الصكوك (دفعة واحدة في نهاية مدة الإجارة أو على دفعات أثناء هذه المدة)، ومدة الإجارة، ومقدار الأجرة وطريقة الدفع، ونوع الإجارة.

❖ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة، والمكاتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوخ بغنمها وغمها.

❖ **صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:** المصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموصوفة في الذمة، والمكاتبون فيها مشتركون لها وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوخ بغنمها وغمها.

❖ **صكوك ملكية الخدمات:** المصدر لتلك الصكوك هو بائع الخدمة، والمكاتبون فيها مشتركون لها وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك الخدمة.

❖ **إصدار صكوك المشاركة:** المصدر لهذه الصكوك هو طالب المشاركة معه في مشروع معين أو نشاط محدد، والمكاتبون هم الشركاء في عقد المشاركة، وحصيلة الاكتتاب هي حصة المكاتبين في رأس مال المشاركة، ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بغنمها وغمها.

وتتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع أو النشاط محل عقد المشاركة، ويستحق حملة الصكوك حصة من أرباحها بنسبة ما يملكون من صكوك، وتوزع الخسارة عليهم بنسبة مساهمتهم.

❖ **إصدار صكوك السلم:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لسلعة السلم، والمكاتبون فيها هم المشتركون للسلعة، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن شراء السلعة (رأس مال السلم)، ويملك حملة الصكوك سلعة السلم ويستحقون ثمن بيعها أو ثمن بيع سلعة السلم في السلم الموازي إن وجد .

❖ **إصدار صكوك المرابحة:** المصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكاتبون فيها هم المشتركون لبضاعة المرابحة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة، ويستحقون ثمن بيعها.

تكون بضاعة المرابحة في ملك وحيازة مدير الإصدار باعتباره وكيلًا عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لبائها مرابحة. ويجوز توزيع أقساط المرابحة على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها. وتعتبر هذه الصكوك قابلة للتداول في الجملة بعد قفل باب الاكتتاب واستخدام حصيلة الصكوك في شراء العين الموعود بشرائها وقبضها وحتى لحظة تسليمها لمشتريها مرابحة.

❖ **إصدار صكوك الإستصناع:** المصدر لهذه الصكوك هو (الصانع) البائع والمكاتبون فيها هم المشترون للعين المراد صنعها وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة المصنوع، ويملك حملة الصكوك العين المصنوعة ويستحقون ثمن بيعها. وتحدد آجال صكوك الاستصناع بالمدة اللازمة لتصنيع العين المبيعة استصناعًا وقبض الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك. ويستحق حملة الصكوك ثمن العين المصنوعة ويتمثل الربح بالنسبة لهم في الفرق بين تكلفة تصنيع العين و ثمن الاستصناع.

❖ **صكوك الوكالة بالاستثمار:** المصدر لتلك الصكوك هو الوكيل بالاستثمار، والمكاتبون هم الموكلون، وحصيلة الاكتتاب هي المبلغ الموكل في استثماره، ويملك حملة الصكوك ما تمثله الصكوك من موجودات بغنمها وغرمها، ويستحقون ربح المشاركة إن وجد.

❖ إصدار الصكوك الزراعية:

المصدر لهذه الصكوك قد يكون أحد الجهتين:

أ- صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها)، والمكاتبون فيها هم المزارعون في عقد المزارعة (أصحاب العمل بأنفسهم أو بغيرهم)، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف الزرع، وتترتب آثار صيغة المزارعة على الصكوك الصادرة لتمويل المشروع الزراعي.

ب- المزارع أو المساقى أو المغارس (صاحب العمل) والمكاتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون اللذين اشترت الأرض بحصيلة اكتتابهم)، ويملك حملة الصكوك الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض، ومثل ذلك أن تقدم شركة زراعية المدخلات اللازمة من بذور وعمالة مدربة، وتطلب من المكاتبين شراء ما تصدره من صكوك لتمويل شراء مساحات كبيرة من الأراضي واستصلاحها وتخصيصها، فإذا تم قبول هذا الإيجاب واكتتب الناس في هذه الصكوك انعقدت مزارعة بين مصدر الصك بصفته مزارعًا بماله وبين جماعة المكاتبين فيه بصفتهم ملاك الأرض التي اشترت بأموالهم، وتترتب عليها جميع أحكام عقد المزارعة من توزيع الناتج من الزرع بين مالك الأرض والمزارع.

وكما نلاحظ أن المصدر للصكوك الزراعية قد يكون صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) والمكاتبون

في هذه الحالة هم أصحاب العمل، كما قد يكون المصدر هو صاحب العمل والمكاتبون هم أصحاب الأرض.

وبإصدار الصكوك الإسلامية وفق الضوابط السابقة، فإنها تكون جاهزة للتداول، والتداول أيضا تحكمه ضوابط شرعية، وهذا ما سيتم توضيحه أيضا.

المطلب الثاني: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية ومراحل إصدارها.

تخضع عملية تداول الصكوك الإسلامية إلى العديد من الضوابط الشرعية لتجعلها قابلة للتداول.

الفرع الأول: الضوابط الشرعية لتداول الصكوك الإسلامية.

وتتمثل في:¹

✧ يجوز تداول الصكوك واستردادها إذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات، بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط، أما قبل بدء النشاط فتراعي الضوابط الشرعية لعقد الصرف؛

✧ في الصكوك القابلة للتداول يجوز أن يتعهد مصدر الصك في نشرة إصدار الصكوك بشراء ما يعرض عليه من هذه الصكوك، بعد إتمام عملية الإصدار، بسعر السوق، ولكن لا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك؛²

✧ يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع.

✧ تداول صكوك الإجارة:

أ- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها؛

ب- يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة قبل إعادة إجارة تلك الأعيان، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني، فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

ت- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك؛

ث- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات، فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً للأجرة، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون؛

(1) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 243-245.

(2) - أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سبق ذكره، ص: 62-66.

ج- لا يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف موصوف الذمة قبل تعيين الطرف الذي

تستوفى منه الخدمة إلا بمراعاة ضوابط التصرف في الديون، فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك؛

✧ **تداول صكوك الاستصناع:** يجوز تداول صكوك الاستصناع التي يصدرها المستصنع لتمويل تصنيع الأصل

المبيع استصناعاً بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك واستخدام حصيلتها في عملية التصنيع وخلال

مراحله وحتى تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع على أساس أن هذه الصكوك تمثل

موجودات مملوكة لحملة الصكوك أثناء فترة تصنيع الأصل، ويمثل الأصل المصنع بعد تصنيعه وقبل

تسليمه للمستصنع. أما بعد تسليم الأصل أو المشروع المصنع إلى المستصنع في مقابل ثمن مؤجل أو يدفع

على أقساط، فإن تداول هذه الصكوك يخضع لضوابط التصرف في الديون.

✧ لا يجوز تداول صكوك المرابحة بعد تسليم بضاعة المرابحة للمشتري، لأنها تمثل ديناً عندئذ، أما بعد شراء

البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول؛

✧ يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب

وتخصيص الصكوك وبدئ النشاط في الأعيان والمنافع؛

✧ يجوز تداول صكوك المزارعة والمساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان

حملة الصكوك مالكي الأرض، أما إذا كانوا الملتزمين بالعمل (الزراعة أو السقي)، فلا يجوز تداول الصكوك

إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر؛

✧ يجوز تداول صكوك المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة

الصكوك مالكي الأرض أم الملتزمين بالغرس؛

✧ لا يجوز تداول صكوك السلم.

ومن خلال ما سبق ذكره يتضح أن الصكوك الإسلامية تخضع لأحكام وضوابط شرعية تحكم إصدارها

وتداولها، كما أن مخالفة هذه الأحكام والضوابط قد يجعلها غير شرعية وغير متوافقة مع الأحكام الشرعية،

وحتى تكون الصكوك الإسلامية قابلة للتداول يجب أن تتقيد بجميع الأحكام المتعلقة بإصدارها.

الفرع الثاني: مراحل عملية التصكيك.

تتم عملية التصكيك وفق مراحل معينة يمكن تلخيصها في ثلاث خطوات كما يلي:¹

أولاً- مرحلة إصدار الصكوك.

وتتم هذه المرحلة بالخطوات التالية:

(1) - إيتسام ساعد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 141-142

الخطوة الأولى: تقوم الشركة المنشئة بتعين الأصول التي يراد تصكيكها وذلك بحصر وتجميع ما لديها من الأصول المتنوعة في وعاء استثماري واحد يعرف بمحفظة التصكيك ونقلها إلى الشركة ذات الغرض الخاص SPV وهي كيان مستقل يتم تأسيسها من قبل الشركة المنشئة بقرار من هيئة سوق المال وفقا للشروط والإجراءات الخاصة، وأهم ما يجب مراعاته هنا معرفة نوع الصكوك من حيث ارتباطها بأصول حقيقية أم لا من جهة ومن جهة أخرى إنفصال هذه الأصول عن المنشئ.

الخطوة الثانية: تصكيك الأصول ثم بيعها حيث تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تصنيف الأصول وتقسيمها إلى أجزاء أو وحدات تناسب وتلبي حاجات ورغبات المستثمرين، ثم تحويلها إلى صكوك وبيعها إلى المستثمرين.

ثانيا - مرحلة إدارة محفظة الصكوك.

بعد أن يتم بيع الصكوك للمستثمرين تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإدارة هذه المحفظة نيابة عن المستثمرين طيلة مدة الإصدار بتجميع العائدات والدخول الدورية الناتجة من الأصول وتوزيعها للمستثمرين كما تقوم بتوفير جميع الخدمات التي تحتاجها المحفظة.

ثالثا - مرحلة إطفاء الصكوك: بدفع قيمة الصكوك المتفق عليها في التواريخ التي تحددها نشرة الإصدار.

وإطفاء الصكوك الإسلامية يقصد بها انتهاء صفتها الاستثمارية السابقة بتحويلها إلى نقود يتسلمها حامل الصك الأخير الذي تملك السند بدفع قيمته إلى الحامل السابق له، على أن إطفاء الصكوك قد يكون كليا مرة واحدة في نهاية الإصدار، أو جزئيا بالتدريج خلال سنوات الإصدار.¹

من خلال ما سبق نلاحظ أن الصكوك الإسلامية باختلاف أنواعها وهياكلها تخضع لضوابط و أحكام شرعية في إصدارها وتداولها، وذلك حتى تكون خالية من جميع الشبهات، كما أن عملية إصدار الصكوك الإسلامية تتم عبر مراحل بداية بمرحلة الإصدار، ثم مرحلة إدارة محفظة هذه الصكوك وأخيرا مرحلة الإطفاء.

(1) - أحمد إسحاق الأمين حامد، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

خلاصة واستنتاجات.

من خلال دراستنا للصكوك الإسلامية بمختلف جوانبها، تم التوصل إلى ما يلي:

- ✱ الصكوك الإسلامية هي عبارة عن أوراق مالية جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية، وهي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات أو أعيان أو منافع قائمة فعلاً أو سيتم إنشائها من حصيلة الاكتتاب وفق عقد شرعي؛
- ✱ عملية إصدار الصكوك الإسلامية تسمى بالتصكيك، وقد تم اعتماد مصطلح التصكيك بدلاً من التوريق ذلك لأن مصطلح التوريق قائم على مكون الدين، وذلك من خلال تحويل تلك الدين إلى أوراق مالية؛
- ✱ التصكيك هو 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؛
- ✱ من خلال دراستنا للفرق بين الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الأخرى تم التوصل إلى أنها تشترك في بعض النقاط وتختلف في نقاط أخرى، فالأسهم والصكوك الإسلامية كلاهما يمثل حقوق مشاعة في موجودات متنوعة يتم استثمارها وتوزيع الأرباح على حاملها حيث يستحق كل من حامل الصك والسهم حصة تتناسب مع قيمة ما يملكه من صكوك أو أسهم، أما السندات التقليدية فهي عبارة عن قرض ربوي يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره بفوائد ثابتة؛
- ✱ بالرغم من أن الصكوك الإسلامية تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية إلا أنها قد تتعرض للعديد من المخاطر، كما تحضى بالمقابل بالعديد من الضمانات؛
- ✱ تتخذ الصكوك الإسلامية عدة أشكال حسب صيغ التمويل الإسلامي فنجد صكوك المضاربة، المشاركة، المرابحة، السلم، الإجارة.....؛
- ✱ تلعب الصكوك الإسلامية أهمية كبيرة في تنشيط السوق المالية وخاصة السوق المالي الإسلامي وذلك من خلال تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية المتنوعة في السوق؛
- ✱ تخضع الصكوك الإسلامية لضوابط شرعية تحكم إصدارها وتداولها، حتى تكون خالية من جميع الشبهات، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الفصل الثاني:

المعالم الأساسية للسوق المالية

تمهيد:

أصبح موضوع الأسواق المالية من الموضوعات المهمة في السنوات الأخيرة والتي نالت اهتمام جميع دول العالم سواء كانت متقدمة أو نامية، وذلك نظرا للدور الكبير الذي تلعبه هذه السوق في تعبئة المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم مصلحة المجتمع ككل.

ونظرا للمخالفات الشرعية التي تشوب عمل الأسواق المالية التقليدية مثل الربا والغرر والقمار وغيرها، وعزوف المسلمين عن الاستثمار فيها، خصه الإسلام باهتمام كبير يتناسب ومكانته الخاصة في حياة المسلمين حيث تم التوجه نحو البحث والاهتمام في إنشاء وتطوير سوق مالية إسلامية تتقيد بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء وتكون خالية من جميع الشبهات، وبالتالي إتاحة الفرصة للمسلمين لاستثمار أموالهم في هذه السوق دون الخوف من الشبهات.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث تم تخصيص **المبحث الأول** للتعرف على الأسواق المالية وأنواعها وأهم الأدوات المتداولة فيها.

أما **المبحث الثاني** فقد تم تخصيصه للتعرف على السوق المالية الإسلامية، تعريفها أهم الأسباب التي أدت إلى قيامها، أهميتها، وخصائصها، مع تحديد أهم الضوابط الشرعية التي تحكم قيام مثل هذا النوع من الأسواق. أما **المبحث الثالث**، فقد تم تخصيصه لدراسة الصكوك الإسلامية ودورها في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الأول: مدخل إلى السوق المالية التقليدية.

لقد تعاضمت أهمية الأسواق المالية في مختلف اقتصاديات دول العالم وذلك نظرا للدور الكبير الذي تلعبه هذه الأسواق في تحريك الموارد المالية نحو الفرص الاستثمارية من خلال تعبئة هذه الموارد من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها إلى أصحاب العجز المالي لاستثمارها في مشاريع اقتصادية تعود بالمصلحة على المجتمع ككل.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية ونشأتها.

قبل تعريفنا للسوق المالي وتتبع أهم المراحل التي مر بها خلال نشأته بشكل مفصل، سيتم أولا إعطاء مفهوم بسيط لكل من السوق والمال.

الفرع الأول: تعريف السوق لغة واصطلاحا.

أولا- السوق لغة.

جاء في لسان العرب: السوق معروف ساق الإبل وغيرها يسوقها سَوْقًا وسِياقًا¹، فالسين والواو والقاف أصل واحد وهو حَدُّ الشيء²، والسوق في المعجم الوجيز: هو الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتعا³.

لقوله تعالى: ﴿وَقَالُوا مَالِ هَذَا الرَّسُولِ يَأْكُلُ الطَّعَامَ وَيَمْشِي فِي الْأَسْوَاقِ لَوْلَا أَنْزَلَ إِلَيْهِ مَلَكٌ

فَيَكُونُ مَعَهُ نَذِيرًا ﴿٧٤﴾⁴.

وقوله تعالى أيضا: ﴿وَمَا أَرْسَلْنَا قَبْلَكَ مِنَ الْمُرْسَلِينَ إِلَّا إِنَّهُمْ لَيَأْكُلُونَ الطَّعَامَ وَيَمْشُونَ فِي

الْأَسْوَاقِ وَجَعَلْنَا بَعْضَكُمْ لِبَعْضٍ فِتْنَةً أَتَصْبِرُونَ ﴿٥٠﴾ وَكَانَ رَبُّكَ بَصِيرًا ﴿٥١﴾⁵.

ثانيا: السوق اصطلاحا.

"السوق هو وسيلة تجمع بين البائعين والمشتريين، بغرض انتقال السلع والخدمات من طرف لآخر"⁶.

(1) - أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم ابن منظور الإفريقي ، مرجع سبق ذكره، ص: 2153.

(2) - أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، الجزء الثالث، دار الفكر للطباعة، 1979، ص: 117.

(3) - إبراهيم مذكور، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مطابع شركة الإعلانات الشرقية دار التحرير، مصر، 1989، ص: 329.

(4) - سورة الفرقان، الآية 7.

(5) - سورة الفرقان، الآية 20.

(6) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر، الجزء الأول، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 28.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

كما عرف أيضا: اسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، فلا يختص الحكم المذكور بالمكان المعروف بالسوق بل يعم كل مكان يقع فيه التبايع.¹

ويختلف السوق في معناه الاقتصادي عنه في معناه التجاري :

(أ) **السوق بالمعنى الاقتصادي**: يقول الدكتور علي حافظ منصور: (السوق في التعريف الاقتصادي: هي مجموع البائعين والمشتريين لسلعة معينة، أو لعناصر الإنتاج، في فترة زمنية معينة، ومنطقة معينة، وعلى اتصال وثيق بينهم).²

(ب) **السوق بالمعنى التجاري**: هي المكان الذي تتجه إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعها أو استهلاكها، وهي المكان الذي يتم فيه نقل ملكية السلع، ولذلك وسائل يجب توافرها فيها، ومنها التخزين والتمويل والنقل والفرز والتوزيع.³

الفرع الثاني: تعريف المال لغة واصطلاحا.

أولاً- المال لغة.

"المال ما يملك من الذهب والفضة، ثم أطلق عليه كل ما يفتى ويملك من الأعيان، ويقع على الإبل و البقر والخيول والغنم، والمالك والشجر والأرضين، وعلى الذهب والفضة، فهو يطلق على الجميع".⁴

"المال هو كل ما يملكه الفرد أو تملكه الجماعة من متاع، أو عروض تجارة، أو عقار أو نقود أو حيوان".⁵

وهناك من يخص المال بالثياب والمتاع، وقد جاء ذلك في كلام أبي هريرة رضي الله عنه : " قال خرجنا مع رسول الله صلى الله عليه وسلم عام خيبر. فلم نغنم ذهباً ولا ورقاً، إلا الأموال: الثياب والمتاع"⁶

وذكر المال في القرآن الكريم حيث قال الله سبحانه وتعالى في سورة الكهف: **أَلَمْ أَلْبِنُوا رَبَّنَا أَنَّ الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ**

الدُّنْيَا ۗ وَالْبَاقِيَاتُ الصَّالِحَاتُ خَيْرٌ عِنْدَ رَبِّكَ ثَوَابًا وَخَيْرٌ أَمْلاً ۗ⁷

(1) - هارون محمد صبري ، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات - ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الطبعة الثانية، الأردن، 2009، ص: 14.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

(3) - هارون محمد صبري مرجع سبق ذكره، ص: 14.

(4) - محمود عبد الرحمن عبد المنعم، معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية، الجزء الثالث من حرف العين إلى حرف الباء، دار الفضيلة، القاهرة، ص: 194.

(5) - المعجم الوسيط، مرجع سبق ذكره، ص: 892.

(6) - الموطأ للإمام مالك بن أنس، كتاب الجهاد، باب ما جاء في الغول، الجزء الأول، دار احياء التراث العربي، بيروت، لبنان، 1985، ص: 459.

(7) - سورة الكهف، الآية 46.

ثانياً - المال اصطلاحاً.

لقد اختلف الفقهاء في تعريف المال نظراً لتباين وجهات نظرهم في حقيقته، وذلك على مذهبين:¹

✪ **الحنفية:** " المال هو عبارة عن موجود قابل للادخار في حال السعة والاختيار، له قيمة مادية بين الناس".

✪ **الشافعية والمالكية والحنابلة:** " المال ما كان فيه منفعة مقصودة مباحة شرعاً لغير حاجة أو ضرورة، وله قيمة مادية بين الناس".

ويطلق المال عند أهل الاقتصاد على " كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل ما يقوم بثمن

مالاً، أي كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال".²

الفرع الثالث: تعريف السوق المالية.

توجد العديد من التعاريف للسوق المالية نذكر أهمها:

" الأسواق المالية مكان النقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل والطالبيين لها وذلك بغية تعبئة

وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.³

ويمكن تعريفه أيضاً على أنه: " كل مكان أو حيز أو إطار تنظيمي، تلتقي فيه رؤوس الأموال من فئة

وحدات الفائض إلى وحدات العجز، عن طريق إصدار أدوات مالية معينة لهذا الغرض، وتداول هذه الأدوات".⁴

كم تم تعريف السوق المالي أنه: " هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق،

وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات

اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة

بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".⁵

ومما سبق يمكن تعريف السوق المالية كما يلي: المكان الذي يتم فيه تحويل رؤوس الأموال من ذوي

الفائض المالي (الذين يملكون الأموال ولكن غير قادرين على استثمارها)، إلى ذوي العجز المالي (الذين يملكون

فرص استثمارية ولكن يفتقدون إلى الأموال اللازمة للقيام بهذه الاستثمارات).

(1) - نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، 2008، ص: 388.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 32-33.

(3) - مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

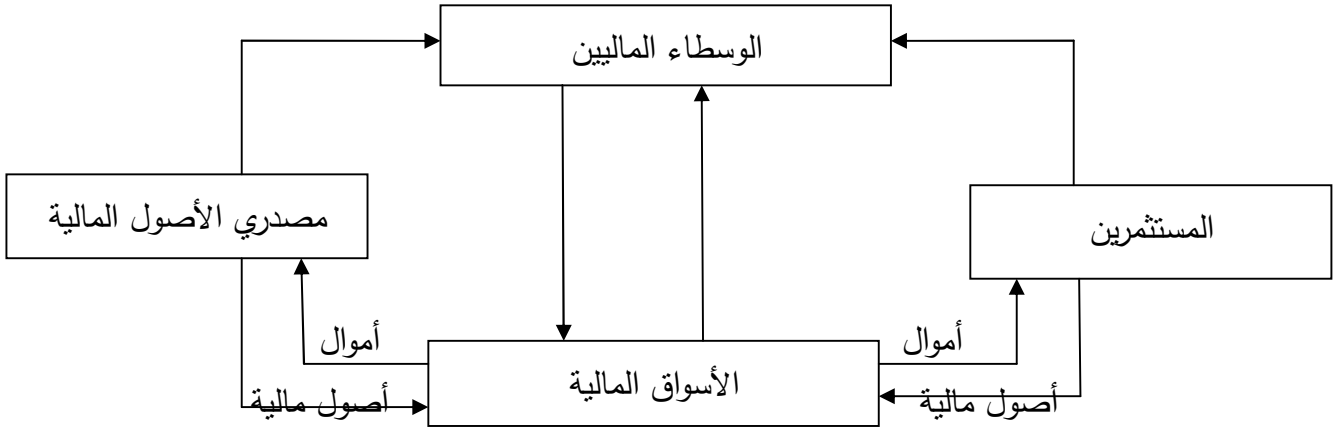
تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خبضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 4.

(4) - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية-، دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن،

2010، ص ص: 28-29.

(5) - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، 2009، ص: 16.

الشكل 2 يوضح اللاعبين الرئيسيون في السوق المالية.



المصدر: ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص: 22.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (2) أن التمويل في السوق المالي قد يكون تمويل مباشر عن طريق السوق المالي، حيث يقوم أصحاب الفوائض المالية باستثمار أموالهم مباشرة في السوق المالي والذي سيقوم بدوره هو أيضا بإقراض هذه الأموال لأصحاب العجز المالي الذين يملكون الفرص الاستثمارية ولكن يفتقدون إلى الأموال اللازمة لذلك، كما قد يكون التمويل غير مباشر وذلك عن طريق الوسطاء الماليين الذين يلعب دور الوسيط بين السوق المالي وبين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي.

الفرع الرابع: نشأة الأسواق المالية.

تعود الجذور التاريخية للأسواق المالية إلى عهود قديمة، حيث أن بداية ظهور الأسواق المالية بدأت بوجود عمليات حركة رؤوس الأموال بين وحدتي الفائض والعجز، عبر مؤسسات مالية مختلفة ومنظمة تقوم بدور الوساطة المالية بينهما، أهمها البنوك التجارية والشركات المساهمة، وعبر أدوات مالية معينة أهمها الأوراق المالية والتجارية، وعلى ذلك تعد بداية نشأة هذه المؤسسات والأدوات المالية هي نفسها بداية نشأة الأسواق المالية بمفهومها المعاصر،¹ وفيما يتعلق بسوق الأوراق المالية، فإن وسطاء التعامل كان لهم أماكن تجمع محددة تركزت أحيانا في المقاهي، وكان التعامل بالصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا و أمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أماكن خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية.²

(1) - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

(2) - نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية و الأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص:

وبرزت أول بورصة منظمة في العالم في لندن عام 1802م، ثم انتظمت بورصة نيويورك رسميا عام 1817م، وبعدها بورصة باريس و ميلانو، وانتشرت البورصات في معظم المراكز التجارية في الغرب ثم امتدت إلى مختلف أركان المعمورة، فاشتهرت بورصات طوكيو وهونج كونج وسنغافورة، أما الدول العربية فيوجد فيها اليوم أسواق للأوراق المالية في معظم عواصمها، ومن أهمها أسواق بيروت والكويت والقاهرة، وأخيرا لا بد من الإشارة إلى أن ثورة التقانات الإلكترونية والاتصالات الدولية الفورية ربطت إلى حد كبير بين الأسواق الكثيرة الأمر الذي بات يدفع البعض للاعتقاد بأنها أصبحت بمنزلة سوق عالمية واحدة.¹

وقد مرت الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجودة عليه حاليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها بالآتي:²

المرحلة الأولى: حيث تمثل هذه المرحلة بداية مراحل تطور الأسواق المالية، والتي تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة، كما شهدت هذه المرحلة أيضا ارتفاع نسبي في الدخل وفي مستوى المعيشة، وهو ما نتج عنه ارتفاع نسبي في معدلات الادخار التي أتاحت الفرصة أمام الأفراد لاستثمارها في مشاريع تجارية وزراعية وعقارية، مما أدى إلى اتساع حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال ضخمة لتمويلها وهو ما جعل الأفراد يلجئون إلى الاقتراض من تلك البنوك لتمويل مشروعاتهم والتوسع فيها.

المرحلة الثانية: وهذه المرحلة مرتبطة بالتطور الذي حصل في المرحلة الأولى، حيث أن ظهور بعض البنوك الخاصة والصيرفة فرض الحاجة لظهور البنوك المركزية من أجل تنظيم عمل البنوك التجارية ومراقبتها والتحكم فيها، فبعد أن كانت البنوك التجارية تمارس أعمالها بحرية مطلقة في المرحلة الأولى أصبحت في هذه المرحلة تخضع لقواعد وأوامر البنك المركزي في جميع معاملتها، كما شهدت هذه المرحلة توسع كبير في أنشطة البنوك التجارية حيث أصبحت تقوم بخصم الأوراق التجارية ومنح الائتمان والتسهيلات المصرفية وذلك في حدود ما يتيح لها البنك المركزي.³

المرحلة الثالثة: وتميزت هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الاقتراض متوسط وطويل الأجل، مثل البنوك الصناعية والبنوك الزراعية والعقارية وبنوك التنمية وبنوك الاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بإصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تزيد من قدرتها على تمويل المشاريع المختلفة، كما يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة.

(1) - نفس المرجع السابق، ص: 196.

(2) - أحمد أبو موسى رستم، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص: 10.

(3) - حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، اربد، الأردن، 2006، ص: 18.

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية المحلية، كما شهدت هذه المرحلة الاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي وبداية ظهور السوق الثانوية التي يتم فيها تداول هذه الأوراق.¹

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية في السوق المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية، وذلك نتيجة لتطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل؛ مثل الأسهم والسندات.

ومن خلال ما سبق ذكره يتضح لنا أن الأسواق المالية ظهرت مع ظهور العمليات المصرفية في البنوك، حيث تطورت الأسواق المالية عبر مراحل متسلسلة، بدأت أولاً بظهور البنوك التجارية ومحللات الصرافة التي كانت تمارس عمليات مصرفية بسيطة، لتتطور بعد ذلك أنشطة هذه البنوك حيث أصبحت تقوم بخصم الأوراق التجارية ومنح الائتمان والتسهيلات المصرفية وهذا التطور جاء مع ظهور البنوك المركزية (السلطة النقدية) التي تعمل على مراقبة جميع أنشطة البنوك التجارية والتحكم فيها، وبعد ذلك جاء دور البنوك المتخصصة في الاقتراض المتوسط والطويل الأجل حيث ظهرت العديد من البنوك مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، وتبع ذلك ظهور الأسواق النقدية واندماجها في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: أنواع الأسواق المالية.

تنقسم الأسواق المالية إلى عدة أنواع مختلفة، من حيث الأدوات المتداولة، من حيث الإصدار والتداول ومن حيث مكان التداول وهذا ما سيتم توضيحه.

الفرع الأول: أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المتداولة فيها.

في هذا الإطار يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق وهما سوق النقد وسوق رأس المال و لكل منهما أدواته الخاصة به.

أولاً: سوق النقد.

"سوق النقد هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل مثل (أذونات الخزينة، أوراق تجارية، شهادات الإيداع)".²

(1) - سهام عيساوي، دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال " دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص: 74.

(2) - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

ويعنى آخر السوق النقدية "هي مجموعة المؤسسات أو الوكالات و الأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا لأغراض قصيرة الأجل".¹

✎ **خصائص السوق النقدية:** تكتسب الأسواق النقدية خصائص تميزها عن بقية الأسواق من أهمها:²

- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها في الغالب ما بين يوم واحد وسنة واحدة؛
- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية وذلك لان غالبية الأدوات المتداولة فيها ذات قابلية تسويقية عالية أي أن بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
- غالبية أدواتها تتميز بدرجات ضمان عالية، بالإضافة إلى توفيرها عائد مناسب للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر.

ثانيا: سوق رأس المال.

"يقصد بسوق رأس المال ذلك الإطار الذي يتم فيه تبادل الأدوات المالية طويلة ومتوسطة الأجل، بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، مع تداول هذه الأدوات".³

كما يعرف على أنه " المكان أو الزمن الذي يتم فيه عقد الصفقات المالية والاستثمارية والتجارية طويلة الأجل، ويختلف سوق رأس المال عن سوق النقد في أن الأول يمثل مصدرا للتمويل طويل الأجل أما الثاني فهو مصدر للتمويل قصير الأجل".⁴

✎ **خصائص سوق رأس المال:** نذكر أهمها في النقاط التالية:⁵

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛
- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
- سوق رأس المال أكثر تنظيما من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين؛
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضا؛

(1) - رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب، رسالة ماجستير في علوم

التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، الجزائر، 2011، ص: 10.

(2) - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2015، ص: 17.

(3) - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

(4) - فطوم حوجو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية " دراسة حالة السوق المالي السعودي"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2015، ص: 24.

(5) - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

- العوائد مرتفعة نسبيا للاستثمار في أسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى؛
- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.

الفرع الثاني: أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول.

حيث يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق وهما السوق الأولي (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول).

أولاً: السوق الأولية.

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية. ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة. وتعتبر هذه المؤسسات المالية التي تتولى عملية الإصدار وسيط بين جمهور المستثمرين للأوراق المالية وبين الجهة المقررة لإصدار الورقة المالية.¹

ثانياً: السوق الثانوية.

وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة، وهي بمثابة مكان لالتقاء المشتريين والبائعين للأوراق المالية، وتوفر هذه السوق للمستثمرين ميزتين هما السيولة وفرصة تحقيق أرباح رأسمالية.²

وتتضح أهمية هذا السوق من خلال النقاط التالية:³

- توفر للمستثمرين السيولة والربحية، حيث تتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بسرعة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة؛
- إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجاباً على السوق الأولية، فكلما شهد السوق الثانوي نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولي؛
- أنها تلعب دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية.

الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية من حيث مكان التداول.

ويمكن التمييز بين نوعين من الأسواق هما السوق المنظمة (البورصة) والسوق غير المنظمة.

(1) - أحمد أبو موسى رستم، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

(2) - رفيق مزهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2007، ص: 13.

(3) - أحمد أبو موسى رستم، مرجع سبق ذكره، ص: 22.

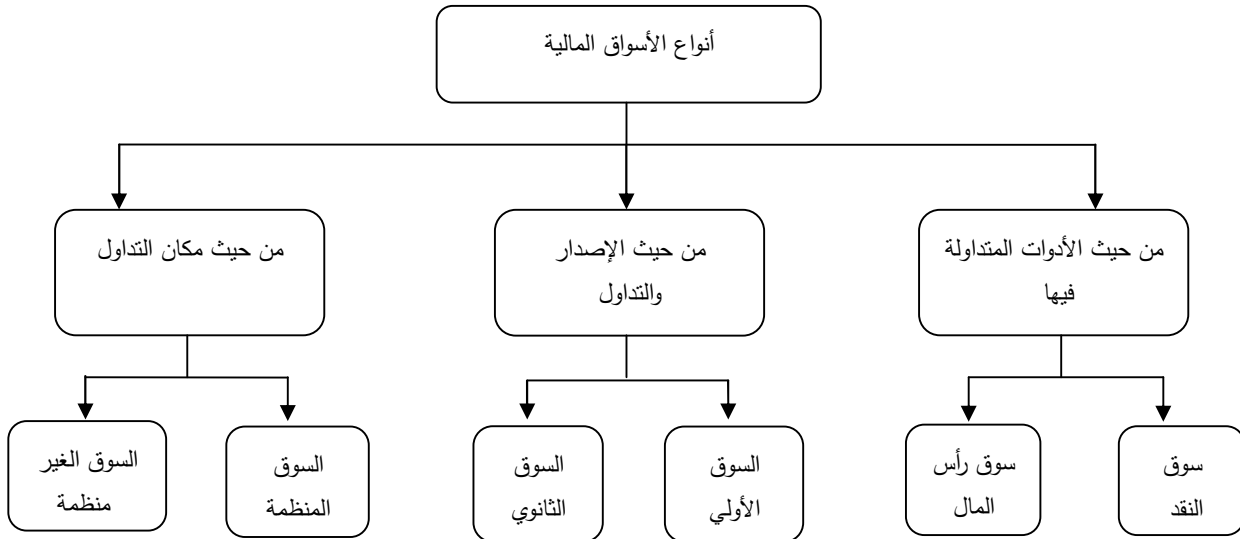
أولاً: البورصة (السوق المنظمة).

وهي سوق تتعقد في أماكن مركزية وفي أوقات دورية (منظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقاً لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين، وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق يساعده مختصون مرخص لهم. وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية، ويقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق، ومن أهم البورصات المركزية العالمية بورصة نيويورك للأسهم، أما البورصات الإقليمية ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد.¹

ثانياً: السوق غير المنظمة.

وتعرف أيضاً بالسوق الموازية أو السوق غير الرسمي المفتوح، ويتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وغيرها، أي المعاملات التي تجري خارج البورصات، ولا يوجد مكان محدد لإجرائها إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ويتحدد سعر الورقة في هذه السوق بالتفاوض. وما يأخذ على هذه الأسواق عدم وجود آليات للحد من التدهور والارتفاع الحاد للأسعار الذي يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب.²

الشكل رقم (3): أنواع السوق المالية.



المصدر: من إعداد الطالبة.

(1) - رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

(2) - فطوم جوحو، مرجع سبق ذكره، ص: 27.

يتضح لنا من خلال الشكل رقم (3) أن السوق المالية تنقسم إلى ثلاثة أقسام رئيسية والتي قسمت بدورها إلى عدة أنواع، فمن حيث مكان التداول نجد سوق النقد وسوق رأس المال، ومن حيث الإصدار والتداول نجد السوق الأولي والسوق الثانوي، ومن حيث مكان التداول نجد السوق المنظمة والسوق الغير منظمة.

المطلب الثالث: الأدوات المتداولة في السوق المالية وأحكامها الفقهية.

تختلف الأدوات المتداولة في السوق المالية حسب نوع السوق الذي تنتمي إليه، فنجد الأدوات المتداولة في سوق النقد والأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

الفرع الأول: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال.

من الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الأسهم والسندات.

أولاً: الأسهم: السهم عبارة عن صك يمثل مشاركة في رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال عموماً، ومن ثم يعد المساهم شريكاً في الشركة بقيمة الأسهم التي شارك بها أي أن السهم هو صك يمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة، ولكل سهم قيمة اسمية وقيمة سوقية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السهم أصلاً، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تتحدد في سوق التداول وفقاً للعرض والطلب.¹

🔗 الحكم الشرعي من إصدار وتداول الأسهم.

1- آراء العلماء المعاصرين في التعامل بالأسهم.

اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم التعامل بالأسهم الصادرة عن شركات المساهمة تبعاً لاختلاف حكم الشركات المساهمة عن القولين:²

🔗 القول الأول: القول بإباحة الشركات المساهمة وكذلك الأسهم الصادرة عنها. وإلى هذا ذهب الكثير من

العلماء المعاصرين منهم الشيخ محمود شلتوت، و علي الخفيف، والدكتور عبد العزيز الخياط والشيخ محمد المهدي الخالصي والدكتور محمد عثمان شبير ومحمد يوسف موسى والدكتور محمد صالح المرزوقي البقمي، ومن أدلة هذا الفريق ما يلي:

- إن الأصل في المعاملات الإباحية الأصلية ما لم يرد نص في التحريم، ولذلك فالتعامل بالأسهم لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية؛

- الأساس في التعامل وجود المصلحة الراجعة مع نفي الظلم والضرر، وهذا موجود في شركة المساهمة قال الرسول ﷺ: "لا ضرر ولا ضرار". في التعامل بالأسهم مصلحة راجحة؛

(1) - سمرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية الأعمال، 2009، ص: 55.

(2) - هارون محمد صبري، مرجع سبق ذكره، ص: 195-197.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

- الشريعة الإسلامية أجازت أن تكون الحصة في رأس المال متساوية أو غير متساوية.
- ✪ **القول الثاني:** القول بتحريم شركة المساهمة. هذا ما ذهب إليه الشيخ تقي الدين النبهاني والدكتور عيسى عبده. وقد إستندوا إلى أمور هي:
 - شركة المساهمة ليست عقدا بل هي اتفاق بإرادة منفردة، فمجرد شراء الأسهم يصبح المشتري شريكا بغض النظر عن رضا باقي الشركاء، بينما العقد بحاجة إلى إيجاب وقبول من الطرفين، واتفاق المؤسسين لا يعتبر إيجاب.
 - الشركة في الإسلام يشترط فيها وجود البدن، وإذا لم يوجد البدن فلا تتعقد الشركة، فشركة المساهمة لا وجود للعنصر الأساسي فيها، فالأموال التي اشتركت لا أصحابها.
 - الأصوات في شركة المساهمة بقدر الأسهم فالذي يصوت في الجمعية العامة هو المال لا الشخص، وهذا مخالف لقواعد الشركة إذ الاعتبار بالإنسان.
 - ديمومة شركة المساهمة يخالف الشرع إذ أن الشركة تبطل بالموت أو الحجر أو الجنون أو الفسخ من أحد الشركاء.

2- الحكم الشرعي في إصدار الأسهم بحسب أنواعها.

(أ) من حيث الحصة التي يدفعها الشريك.

✪ أسهم نقدية.

"الأسهم النقدية هي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقدا. ولا خلاف بين الفقهاء في جواز جعل النقدين الذهب والفضة رأس مال في الشركة، والأوراق النقدية لها حكم النقدين، فالورق النقدي ثمن قائم بذاته له حكم الذهب والفضة، وعلى هذا استقر الأمر وجرى العمل، فلا يجوز فيها الربا، وتجب الزكاة فيها إذا بلغت قيمة نصاب الذهب أو الفضة.

وبناء على ذلك فالأسهم النقدية لا إشكال في جواز المشاركة بها إذا لم تنطو على محذور شرعي آخر.¹

✪ أسهم عينية.

الأسهم العينية هي الأسهم التي تمثل حصصا عينية في رأس مال الشركة حيث يتم دفع قيمة السهم في شكل عروض وليس نقود".²

وقد اختلف الفقهاء في جواز الشركة بالعروض إلى ثلاثة أقوال:

(1)- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2004، ص:

(2)- نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

أولاً: ذهب المالكية إلى صحتها في العروض، وتمت الإشارة إلى جواز الشركة (من الذهبين أو الورقين أو العين والعرض).¹ ومن أدلة هذا القول أن الأصل في المعاملات الحل والجواز ما لم يأت دليل واضح يدل على المنع.²

ثانياً: وذهب الشافعية إلى صحتها في المثليات كالحبوب، والأذهان ونحوها من العروض. وبه قال محمد بن الحسن صاحب أبي حنيفة.³

ثالثاً: عدم صحة الشركة بالعروض مطلقاً، وهو مذهب الأحناف والحنابلة.⁴

وأرجح هذه الأقوال والله أعلم هو القول الأول الذي يرى جواز الشركة بالعروض، لقوة أدلته، ولأن الأصل الجواز ولا نترك هذا الأصل إلا بدليل ظاهر.

(ب) من حيث الشكل: ونميز بين عدة أنواع من الأسهم.

﴿ الأسهم الاسمية.﴾

هي الأسهم التي يكتب عليها اسم مالكها. وإصدار هذا النوع من الأسهم جائز، وقد استدل في جوازها: بأنها صكوك تحمل اسم صاحبها، وتثبت ملكيته لها، وهذا هو الأصل في الشركة شرعاً لأن الشريك هو الذي ساهم في الشركة بتقديم حصة فيها، فهو الذي يملك الأسهم وهو الذي له الحق في أن تحمل الصكوك المثبتة لحق اسمه، وذلك حفاظاً على الحقوق وضماناً لعدم خلط حق شخص بحق آخر، ويكون حفظ الحقوق عن طريق توثيقها بالكتابة، إنما جاء الأمر به في الديون⁵، لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنُكُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ﴾⁶. أما في غير الديون فقد كان ذلك واضحاً بعدم الأمر بالكتابة لقوله تعالى: ﴿إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً حَاضِرَةً تُدِيرُونَهَا بَيْنَكُمْ فَلَيْسَ عَلَيْكُمْ جُنَاحٌ أَلَّا تَكْتُبُوهَا﴾⁷. ومنه يجوز إصدار هذا النوع من الأسهم.

(1) - محمد عرفة الدسوقي، أحمد الدرير، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير مع تقريرات، من أدلة الفقه المالكي، الجزء الثالث، دار إحياء الكتب العربية، ص: 350.

(2) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

(3) - هارون محمد صبري، مرجع سبق ذكره، ص: 199-200.

(4) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

(5) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 175-176.

(6) - سورة البقرة، الآية: 282.

(7) - سورة البقرة، الآية: 282.

⦿ الأسهم لحاملها.

"وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها وإنما يذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها، حيث يعتبر حاملها مالكا لها".¹ ولا يجوز إصدار وتداول هذا النوع من الأسهم لجهالة اسم صاحبها، والتي تؤدي إلى النزاع والخصومة وإضاعة الحقوق، ووقوع الضرر على من اشتراها، لاحتمال سرقتها أو اغتصابها، ثم إن جهالة صاحبها قد يجعلها في يد فاقد الأهلية الذي لا يجوز اشتراكه بنفسه، حيث جاء في المادة (1330) من مجلة الأحكام العدلية " يشترط على العموم أن يكون الشركاء عاقلين ومتميزين"، وحتى من الناحية القانونية فإن كثيرا من التشريعات الوضعية تمنع إصدار هذا النوع.²

⦿ الأسهم الإذنية أو لأمر.

الأسهم الإذنية هي عبارة عن: " الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره".³

وإصدار هذا النوع من الأسهم جائز شرعا، لأن المالك الأصلي معروف، فيمكن الرجوع إليه عند حدوث الخلل، وفيها تسهيل انتقال ملكية الأسهم.⁴ فالجهالة منتفية فلا يفضي إصدارها وتداولها إلى نزاع أو ضرر، وإن نقل الملكية من شريك إلى شريك جديد بالبيع أو التنازل جائز شرعا.⁵

(ج) من حيث الحقوق.

⦿ الأسهم العادية.

"وهي أسهم تتساوى في قيمتها، وتخول المساهمين حقوقا متساوية، فهي تعطي حاملها الحقوق العادية المترتبة للمساهم دون أي امتيازات".⁶

إصدار الأسهم العادية جائز شرعا، إذا كان الغرض الذي أنشئت من أجله الشركة مشروعاً، بأن لا يكون الغرض من إنشائها التعامل في أمور محرمة، مثل تصنيع الخمر، أو تجارة المخدرات، أو التعامل بالربا، فإذا كان غرضها غير مشروع حرم إنشاء الشركة، وحرّم تبعا لذلك إصدار الأسهم التي منها تتكون هذه الشركة.⁷

(1) - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جدة، 2010، ص: 12.

(2) - شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، دمشق، سورية، 2002، ص: 91.

(3) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

(4) - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

(5) - شعبان إسلام محمد البروراي، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

(6) - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سبق ذكره، ص: 178.

(7) - مبارك آل سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

✪ الأسهم الممتازة.

وهي الأسهم التي تعطي حاملها الأولوية في الحصول على قيمة أسهمهم من أصول الشركة عند تصفيتها قبل حملة الأسهم العادية، أو الأولوية في الحصول على الأرباح قبلهم، وذلك بأن يأخذ حملة الأسهم الممتازة نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ثم يوزع الباقي من الأرباح إن بقي شيء بينهم وبين حملة الأسهم العادية.¹

والأسهم الممتازة غير جائزة شرعا، لأن هذه الامتيازات في حقيقتها تتنافى مع قواعد العدالة والتساوي في الحقوق بين الشركاء، ولم يقدم أصحاب الأسهم الممتازة من مال أو عمل ما يزيد عن أصحاب الأسهم العادية.²

3- أحكام تداول الأسهم.

تتمثل فيما يلي:³

- يمثل السهم حصة شائعة في رأس مال شركة المساهمة، كما يمثل حصة شائعة في موجوداتها وما يترتب عليها من حقوق عند تحويل رأس المال إلى أعيان، ومنافع وديون ونحوها، ومحل العقد عند تداول الأسهم هو هذه الحصة الشائعة؛
- يجوز شراء أسهم الشركات المساهمة وبيعها حالا أو آجلا فيما يجوز فيه التأجيل إذا كان غرض ونشاط الشركة مباحا، سواء أكان استثمار (أي اقتناء السهم بقصد ربحه) أم متاجرة (أي بقصد الاستفادة من فروق الأسعار)؛
- لا يجوز المساهمة والتعامل (الاستثمار أو المتاجرة) في أسهم شركات تتعامل أحيانا بالربا أو نحوه من المحرمات مع كون أصل نشاط الشركة مباحا؛
- لا يجوز شراء الأسهم بقرض ربوي من السمسار أو غيره، كما لا يجوز رهن السهم لذلك القرض؛
- لا يجوز بيع أسهم لا يملكها البائع، ولا أثر لتلقي وعد من السمسار بإقراضه إياها في موعد التسليم؛
- يجوز لمشتري السهم أن يتصرف فيه ببيع أو نحوه إلى طرف آخر بعد تمام عملية البيع وانتقال الضمان إليه ولو لم يتم التسجيل النهائي له؛
- لا يجوز إقراض أسهم الشركات؛
- يجوز رهن الأسهم المباحة شرعا، ولا فرق في ذلك بين أن تكون موجودات الشركة نقودا أو أعيانا أو ديونا، أو مشتملة على النقود والأعيان والديون؛

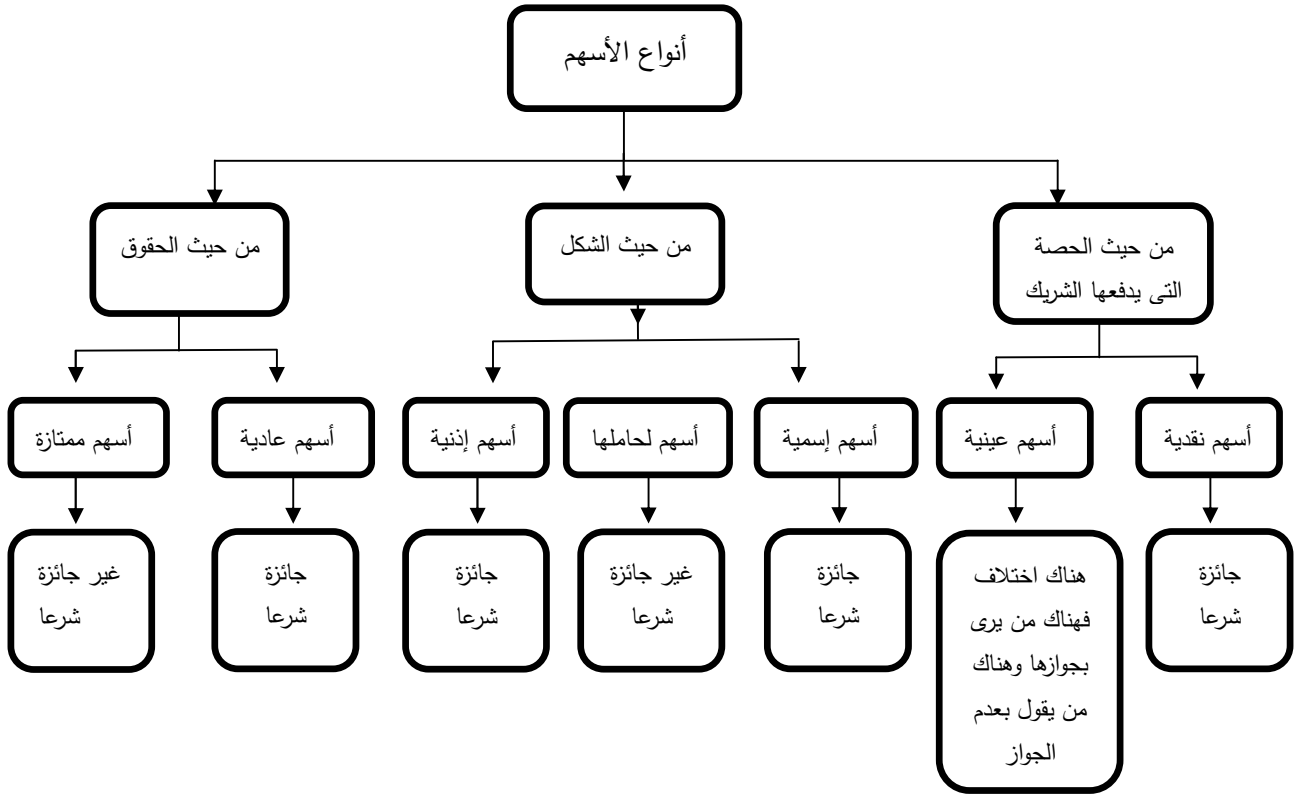
(1) - نفس المرجع السابق، ص ص: 149-150.

(2) - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 56-57.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار 21 الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 297-299.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

- يجوز إبرام عقود المستقبلات على الأسهم؛
 - لا يجوز إبرام عقود الاختيار على الأسهم؛
 - لا يجوز إجارة الأسهم سواء لرهنها أم لغرض بيع المستأجر لها وإعادة مثلها كما يجري في أسواق البورصات، أم لقبض أرباحها، أم لإظهار قوة المركز المالي للمستأجر، أم لغير ذلك؛
 - لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقودا فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزال الشركة نشاطها، أو عند التصفية إلا بالقيمة الاسمية وبشرط التقابض؛
 - لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها ديونا فقط إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.
- الشكل رقم: (4) أنواع الأسهم.



المصدر: من إعداد الطالبة.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن الأسهم تأخذ عدة أشكال ، حيث نجد الأسهم العينية حيث لم يرد حكم واضح على جوازها أو عدم جوازها، كما نجد الأسهم النقدية، الأسهم الاسمية، الأسهم الإذنية والأسهم العادية وهي جائزة شرعا حيث لم يرد ما يدل على تحريمها، كما نلاحظ وجود الأسهم لحاملها والأسهم الممتازة والتي أجمع العلماء على عدم جوازها.

ثانياً: السندات التقليدية.

تمثل السندات أوراق دين على الجهة المصدرة للسند سواء كانت هذه الجهات حكومية أو مؤسسات (عامة أو خاصة)، ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق، وبعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفاً في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة.¹

1- خصائص السندات التقليدية.

للسندات التقليدية خصائص تتميز بها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:²

- يمثل السند ديناً على الشركة ففي حال أفلسَت الشركة فإن حامل السند سيشارك مع باقي دائني الشركة في المطالبة بحقوقهم؛
- يستوفي حامل السند فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت، ويجوز أن يشترط حملة السندات نسبة مئوية من الأرباح بالإضافة إلى الفائدة الثابتة ويسمى السند في هذه الحالة بالسند المشترك في الأرباح؛
- يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم في استيفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها.

2- الحكم الشرعي لإصدار وتداول السندات.

يمنع إصدار أو تداول السندات التقليدية بكافة أنواعها، عند غالبية العلماء والباحثين المعاصرين، وذلك لاحتوائها على الفائدة المحرمة بنصوص القرآن والسنة، ومن ذلك قوله تعالى في سورة البقرة: ﴿الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَٰلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾ و قوله أيضاً في سورة البقرة: يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧٦﴾ فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَئِنَّ رُءُوسَ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٧﴾.

(1) - سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة الجزائر، المغرب وتونس، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر باتنة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، 2004، ص: 49.

(2) - أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 1989، ص: 47.

(3) - سورة البقرة، الآيات: 275، 278، 279.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

ويستثنى من ذلك حالات الضرورة الخاصة بجهة الإصدار الحكومية بعد استنفاد كافة الوسائل وفي حالات خاصة، مثل (الحروب)، والتي تصير فيها الدولة بين خيارين، إما أن تقترض من الأسواق الخارجية وبشروط اقتصادية وسياسية مجحفة، أو تقترض من الأسواق الداخلية دون شروط، عملاً بعدة قواعد شرعية معتبرة، مثل "الضرورات تبيح المحظورات"، و "إذا تعارضت مفسدتان روعي أعظمهما ضرراً بارتكاب أخفهما".¹

ويرى أنه لا يجوز إصدار وتداول السندات للأسباب التالية:²

▪ ينطبق عليها تعريف الربا في مختلف المذاهب الفقهية؛

▪ لإجماع العلماء والمذاهب الفقهية على منع الزيادة المشروطة على أصل القرض؛

يقول الجصاص "الربا الذي كانت العرب تعرفه وتفعله إنما كان قرض الدراهم والدنانير إلى أجل بزيادة على ما استقرض على ما يتراضون به، ولم يكن تعاملهم بالربا إلا على الوجه الذي ذكرناه من فرض دراهم ودنانير إلى أجل مع شرط الزيادة".

▪ للأدلة من الكتاب والسنة التي تمنع التعامل الربوي.

لقوله تعالى: ﴿يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ ۝﴾³

كما أن تحريم ربا القروض جاء في الحديث المروي عن رسول الله ﷺ "أنه ﷺ نهى عن كل قرض جرّ منفعة" وفي رواية أخرى "أن كل قرض جرّ نفعاً فهو ربا".⁴

وفي حديث آخر عن عبد الرحمن بن عبد الله بن مسعود عن عن أبيه قال: "لعن رسول الله ﷺ آكل الربا وموكلها وشاهده وكاتبه".⁵

وفي حديث آخر عن أبي هريرة ؓ أن رسول الله ﷺ قال: "ليأتين على الناس زمان لا يبقى أحد إلا أكل الربا فإن لم يأكله أصابه من بخاره. قال ابن عيسى: أصابه من غباره"⁶

الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في سوق النقد.

توجد العديد من الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد، ويمكن ذكر أهمها كما يلي:

(1) - محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

(2) - أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سبق ذكره، ص ص: 102 - 107.

(3) - سورة آل عمران، الآية: 130.

(4) - عبد القادر شيبه الحمد، فقه الإسلام شرح بلوغ المرام من جمع أدلة الأحكام للحافظ ابن حجر العسقلاني، الجزء الخامس، كتاب البيوع، أبواب السلم والرهن والقرض، مطابع الرشيد بالمدينة المنورة، الطبعة الأولى، 1982، ص: 177.

(5) - أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، عون المعبود على شرح سنن أبي داود، كتاب البيوع، باب في آكل الربا وموكله، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2005، ص: 1523.

(6) - أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، مرجع سبق ذكره، باب في اجتناب الشبهات، ص: 1522.

أولاً: أذونات الخزينة.

هي أداة دين حكومية وتصدر بصيغة لحامله ولآجال تتراوح بين 3 أشهر إلى 12 شهراً. ويمكن بيع الأذن بخصم أي سعر أقل من قيمته الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن.¹

ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، أي تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الأذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر.²

وإن الحكومة تستهدف من إصدار أذونات الخزينة هذه تحقيق عدة أهداف وحسب حاجة الحكومة والاقتصاد، ومنها توفير إيرادات مالية للحكومة، وبالذات عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي.³

❖ حكم إصدار أذونات الخزينة.

من التعريف السابق بأذونات الخزينة تبين أنها في حقيقتها سندات بمبالغ تلتزم الحكومة بدفعها آجلاً لمن يدفع ثمنها حالاً، وأن الغرض من إصدارها هو أن تحصل الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل نفقاتها الحالية. وعلى ذلك فإن إصدار أذون الخزينة وبيعها للمستثمرين لا يخرج في تكييفه الفقهي عن أحد المحملين:⁴

❖ **المحمل الأول:** أن يكون اقتراضاً بفائدة، حيث يتمثل القرض في المبلغ الذي يدفعه المشتري ثمناً للإذن، وتتمثل الفائدة في الفرق بين هذا المبلغ وبين قيمة الإذن الاسمية، والتي يقبضها المشتري في تاريخ الاستحقاق.

❖ **المحمل الثاني:** أن يكون من قبيل بيع النقود بالنقود، أي بيع نقود مؤجلة (وهي قيمة الإذن الاسمية التي تلتزم الدولة بدفعها في تاريخ الاستحقاق) بنقود حالة أقل منها (وهي ما يدفعه مشتري الإذن ثمناً له وقت العقد).

وعلى أي من هذين التقديرين فإن إصدار أذون الخزينة يكون محرماً شرعاً، لأن على التقدير الأول يكون قرضاً جر نفعاً، والقاعدة الفقهية تقول " كل قرض جر نفعاً فهو ربا".⁵

(1) - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص: 55.

(2) - عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص: 124-125.

(3) - حسن خلف فليح، مرجع سبق ذكره، ص: 269.

(4) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

(5) - عبد القادر شيبية الحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 177.

وعلى التقدير الثاني يكون إصدار أذون الخزينة مشتملا على ربا النسبنة المجمع على تحريمه، لأن من شرط بيع النقود عندما تباع بنقود من جنسها : التماثل، والحلول والتقابض في مجلس العقد، لقوله ﷺ " لا تبيعوا الذهب بالذهب إلا مثلا بمثل، ولا تُشَفُّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا الورق بالورق إلا مثلا بمثل، ولا تُشَفُّوا بعضها على بعض، ولا تبيعوا منها غائبا بناجز"¹، قال ابن حجر رحمه الله: (والمراد بالغائب أعم من المؤجل، كالعائب عن المجلس مطلقا: مؤجلا كان أو حالا، والناجز الحاضر).

وهذه الشروط مفقودة في بيع أذون الخزينة، لأن مشتري الإذن يشتري نقودا مؤجلة بنقود أقل منها، فلم يتحقق التماثل، بل وجد التفاضل ولم يتحقق الحلول فضلا عن التقابض، بل وجد التأجيل في أحد العوضين، فكان ذلك ربا²، لقوله ﷺ " الذهب بالفضة ربا إلا هاء وهاء، والبر بالبر ربا إلا هاء وهاء، والتمر بالتمر ربا إلا هاء وهاء، والشعير بالشعير ربا إلا هاء وهاء"³.

ثانيا: شهادات الإيداع القابلة للتداول.

تعتبر هذه الشهادات من أهم أدوات الاستثمار في سوق النقد، يصدرها البنك التجاري ولا يعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ الاستحقاق⁴. وهي شهادات تمثل أداة دين تصدرها البنوك التجارية للمودعين وتعطي حاملها فائدة سنوية بنسبة معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها⁵.

❖ حكم إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول.

الودائع المصرفية و خاصة الودائع لأجل في حقيقتها الشرعية قروض، وليست ودائع بالمعنى المعروف للوديعة، ذلك أن البنك مأذون له من قبل المودع، في التصرف في الوديعة لنفسه أو استعمالها في نشاطه الخاص، بحيث تكون مضمونة عليه، ودينا في ذمته، وذلك يقرب الوديعة إلى قرض لأن العبرة في العقود بالمقاصد والمعاني.

وبناء على ذلك فإنه ينطبق على الودائع المصرفية الأحكام المقررة للقرض، ومن ذلك عدم جوازه بزيادة، وعليه فيحرم إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول لأنها قرض بزيادة وهو ربا⁶.

(1) - موسوعة الحديث النبوي الشريف (الصالح والسنن والمسائيد)، الإصدار الثاني، صحيح البخاري، كتاب البيوع، 78 باب بيع الفضة بالفضة.

(2) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 270 - 271.

(3) - عون المعبود على شرح سنن أبي داود، مرجع سبق ذكره، باب في الصرف، ص: 1529.

(4) - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

(5) - عبد القادر السيد منولي، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

(6) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

ثالثاً: القبولات المصرفية.

عبارة عن سندات مسحوبة من قبل عميل معين على بنك ما يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغاً محدداً من المال في موعد محدد، مما يجعل عامل المخاطرة متدنية من هنا، وتستعمل هذه السندات في العادة لتمويل التجارة الخارجية والداخلية، ويكون البنك ملزماً بدفع قيمة السند إذا عجز العميل عن دفعها.¹

ويمكن تعريف القبول المصرفي بأنه تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة مقبول.²

❖ حكم إصدار القبولات المصرفية.

القبول المصرفي في حقيقته شكل من أشكال الضمان، وصورة من صورته، فإن حكمه من حيث الأصل هو الجواز، إذ الضمان جائز، قد دل على جوازه الكتاب والسنة والإجماع.³

من الكتاب قوله تعالى: في سورة يوسف: ﴿قَالُوا نَفَقْدُ صَوَاعَ الْمَلِكِ وَلِمَنْ جَاءَ بِهِ حِمْلُ بَعِيرٍ

وَأَنَا بِهِ زَعِيمٌ﴾⁴. أي كفيل، وضامن.

ومن السنة سلمة عن جابر قال "كان رسول الله ﷺ لا يصلي على رجل مات وعليه دين، فأتى بميت فقال: أعليه دين؟ قالوا: نعم ديناران، قال ﴿صلوا على صاحبكم﴾، فقال أبو قتادة: هما علي يا رسول الله، فصلى عليه رسول الله ﷺ" ⁵.

وقد أجمع المسلمون على جواز الضمان في الجملة.

غير أنه لما كان القبول المصرفي يستعمل في بعض الأحوال أداة للاقتراض، وكان الاقتراض بها في العادة يكون بالربا، حيث يقوم حامل الكمبيالة المقبولة بتقديمها إلى أحد المصارف ليقبض منه قيمتها قرضاً، بعد أن يخضم المصرف منها ما يمثل الفائدة على المبلغ المقترض، فإنه يحرم على المصرف إصدار هذا القبول، إذا علم أنه يستعمل لهذا الغرض، وذلك أن النبي ﷺ قال: ﴿لَعْنُ أَكْلِ الرِّبَا مَوْكَلَهُ وَكَاتِبِهِ وَشَاهِدِيهِ﴾، قال "هم سواء"، فإذا كانت الشهادة على الربا محرمة، فضمانه محرم أيضاً من باب أولى، ووجه كونه أولى أن الشهادة

(1) - فطوم حوجو، مرجع سبق ذكره، ص: 44.

(2) - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

(3) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 404-405.

(4) - سورة يوسف، الآية: 72.

(5) - أبي عبد الرحمن شرف العق العظيم أبادي، مرجع سبق ذكره، باب في التشديد في الدين، ص: 1526.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

وثيقة لا يمكن الاستيفاء منها، بخلاف الضمان فإنه مع كونه وثيقة، فإنه يمكن استيفاء الدين منها، فيكون أشد تحريماً من الشهادة.¹

ومن خلال دراستنا للسوق المالية بصورتها التقليدية، يمكن القول أن السوق المالي هو عبارة عن المكان الذي تلتي فيه رؤوس الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، حيث أن أصحاب الفائض المالي يملكون الأموال ولكن يفتقدون إلى الفرص الاستثمارية، أما أصحاب العجز فيملكون الفرص الاستثمارية ولكن يفتقدون إلى الأموال اللازمة للقيام بتلك المشاريع، وهنا يبرز دور السوق المالي من خلال تعبئة الأموال من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز، والسوق المالي يأخذ عدة أشكال، حيث نجد السوق النقدي، سوق رأس المال، السوق الأولي، السوق الثانوي، السوق المنظم والسوق الموازي، كما تختلف الأدوات المتداولة في السوق المالي حسب نوع السوق الذي تتداول فيه، فنجد الأسهم والسندات والتي تتداول في سوق رأس المال، كما نجد أيضاً أدوات الخزنة، شهادات الإيداع والقبولات المصرفية والتي يتم تداولها في سوق النقد.

(1) - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 406.

المبحث الثاني: مدخل إلى السوق المالية الإسلامية.

نظرا للحاجة المتزايدة لوجود أدوات مالية إسلامية خالية من جميع الشبهات من قبل المستثمرين المسلمين الذين يعزفون عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية والتي تعتمد في آلياتها على الربا، ظهرت الأسواق المالية الإسلامية وذلك لرفع الحرج عن المسلمين وتمكينهم من استثمار أموالهم في مشاريع مباحة شرعا، حيث تخضع هذه الأسواق لضوابط وأحكام شرعية تجعلها خالية من جميع المحظورات مثل الربا والغرر والنجش وغيرها.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية الإسلامية.

تتنوع وتختلف تعريف السوق المالية الإسلامية عند العلماء والباحثين حسب موضوعها ونوعها، إلا أن أغلبهم يأخذ تعريف السوق المالية الإسلامية من تعريف السوق المالية الاصطلاحي الوضعي ويضعها في إطار شرعي إسلامي.

الفرع الأول: تعريف السوق المالية الإسلامية.

تستمد الأسواق المالية الإسلامية تعريفها من الأسواق المالية بشكل عام، إذ أنها تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي من خلال إصدار أدوات مالية وتداولها، حيث ينبغي أن تكون الأدوات المالية التي يتعامل بها في السوق المالية الإسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً، كالأسهم العادية، في حين لا يجوز التعامل بالسندات لاشتغالها على الفائدة الربوية.¹

كما يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها " السوق التي يمكن أن تتداول فيها الأدوات المالية من الأسهم، والصكوك الإسلامية على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية". أو هي: "سوق منظمة تنعقد في مكان معين في أوقات دورية للتعامل الشرعي ببيعاً وشراء لمختلف الأدوات المالية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة".²

(1)- عبد الصمد سعودي، مسعودة بن لخضر، مداخلة بعنوان: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية كمطلب من متطلبات تنشيط الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجرية صندوق أصايل للأسهم النقية في السعودية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أبريل 2016، ص: 9.

(2) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مداخلة بعنوان: الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، ص: 2.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

فالسوق المالية الإسلامية هي السوق التي تجمع بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض وذلك من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية أي تكون خالية من جميع التصرفات المشبوهة والمحرمة شرعا كالربا والقمار وغيرها.

الفرع الثاني: الدوافع الاقتصادية لإنشاء سوق مالية إسلامية.

تعتبر النجاحات المحققة في مجال سوق مالية إسلامية أهم دافع حقيقي لاهتمام الدول بإنشاء سوق من هذا النوع، حيث يمكن عرض أهم النجاحات كالتالي:¹

- ✪ إشادة وإعجاب المنظمات الدولية المختصة ومسؤولين وخبراء اقتصاديين غربيين بالتمويل الإسلامي؛
- ✪ نمو سوق الصكوك؛
- ✪ زيادة عدد المؤسسات المالية الإسلامية ونمو أنشطتها؛
- ✪ تطور موجة الاعتماد على الأوراق المالية الإسلامية، خاصة في عمليات التنمية المحلية؛
- ✪ تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبدل الأمثل لتبادل السلع والمنتجات والأوراق المالية التي تقرها الشريعة الإسلامية؛²

✪ التأثير الطفيف للأسواق المالية الإسلامية لانعكاسات الأزمة المالية مقارنة بنظيرتها التقليدية؛

✪ نمو حجم أصول المؤسسات المالية الإسلامية، بما فيها المؤسسات العاملة في الأسواق المالية.

وهذه هي أهم الدوافع التي ساهمت في ظهور الأسواق المالية الإسلامية، ففي ظل الصحة الإسلامية وعزوف المسلمين عن التعامل بالربا والأدوات المالية المحرمة، ومع زيادة الإقبال على سوق الصكوك في العالم وما تتيحه هذه الصكوك بأنواعها المختلفة من فرص استثمارية خالية من جميع المحظورات، وفي ظل التأثير الطفيف للمؤسسات المالية الإسلامية من الأزمة المالية العالمية، اقتضت الحاجة إلى إنشاء أسواق مالية إسلامية لتكون مكملا للنشاط المصرفي الإسلامي في استثماراته متوسطة وطويلة الأجل.

المطلب الثاني: خصائص السوق المالية الإسلامية و أهميتها.

سيتم التعرف من خلال هذا المطلب على أهم الخصائص التي تميز الأسواق المالية الإسلامية، مع تسليط الضوء على الأهمية الكبرى التي تلعبها هذه الأسواق.

(1) - علي حدو، نحو قيام سوق مالية إسلامية في ظل الواقع الحالي للسوق المالي الجزائري - دراسة لأهم التحديات المرتقبة وبعض الحلول المقترحة -، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أبريل 2016، ص: 3.

(2) - عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية نموذجا -، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص: 17.

الفرع الأول: خصائص السوق المالية الإسلامية.

تختص السوق المالية الإسلامية بخصائص ومميزات عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص فيما يلي:¹

أولاً: خلو عمليات السوق من كافة المحظورات الشرعية.

وهي أهم خاصية تمتاز بها الأسواق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، حيث يشترط في السوق المالية الإسلامية لكي تكون إسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل الربا، الغرر، القمار و الميسر....إلخ.

وهذه السوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على إدراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام .

ثانياً: خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية.

إن وجود هيئة رقابية شرعية في المصارف والمؤسسات والأسواق المالية الإسلامية أمر ضروري وذلك للتأكد من مدى مطابقة أعمال هذه المؤسسات المالية الإسلامية لأحكام الشريعة الإسلامية، وهو ما يميزها عن غيرها من المؤسسات المالية التقليدية، حيث تعتبر هذه الهيئات صمام الأمان الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه.

ثالثاً: التعامل بالأدوات المالية المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

تتيح السوق المالية الإسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز المالي التي ترغب في الحصول على مصادر تمويل مشروعة من إصدار أدوات مالية إسلامية تكون منضبطة بهذه الضوابط وقابلة للتداول في هذه السوق، ومن أهم هذه الأدوات الأسهم العادية والصكوك الإسلامية.

رابعاً: الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متوازن.

تضم السوق المالية الإسلامية في مكوناتها الأساسية، سوقين مهمين هما سوق أولي وسوق ثانوي، والسوق الأولي هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الإسلامية والمكتتب فيها، أي أنها سوق تباع وتشتري فيها أوراق مالية إسلامية جديدة تصدر لأول مرة. أما السوق الثانوي هو السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية الإسلامية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، أي أن محلها استثمار قائم.

(1) - شافية كتاب، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 28-31.

خامساً: سوق لا تتحكم به الاحتكارات والرشاوى و لا المعلومات المضللة والهامشية في تحديد أسعار الأوراق فيها، كما أنه يعتبر جوازا شرعيا لأصحاب الفائض من الأموال من الأفراد و المؤسسات وما يتحقق لهم من معنى لتثمين أموالهم.¹

الفرع الثاني: أهمية السوق المالية الإسلامية.

ظهرت أول دعوة لإنشاء سوق مالية إسلامية منذ ما يقرب عقدين من الزمن من طرف الدكتور سامي حمود، وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1984، ثم تواصلت النداءات بعد ذلك مطالبة بضرورة إنشاء سوق مالية إسلامية لتكون بمثابة البديل عن السوق المالية التقليدية، فهذه الأخيرة بشكلها الحالي لا تخدم الاقتصاد، وليست بالنموذج المناسب للنظام المالي الإسلامي. وأكد العديد من علماء الاقتصاد الإسلامي على أن العالم الإسلامي يمتلك كافة المقومات التي تؤهله لإنشاء سوق مالية إسلامية، سواء كانت أموال أو أوراق مالية إسلامية من أسهم وصكوك إسلامية أو صناديق استثمار إسلامية، وهي جميعها موجودة ويتم تداولها في البورصات العالمية غير الإسلامية.²

وعليه فإن أهمية السوق المالية الإسلامية تتجلى فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد والتي تتمثل خاصة فيما يلي:³

- تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية والتوازن والتكامل للدول الإسلامية؛
- تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة آلية هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع، حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية؛
- تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع؛
- إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي

(1) - نعيمة زلطو، مداخلة بعنوان سوق المالية الإسلامي في تمويل الاقتصاد الجزائري - الأطر النظرية والتنظيمية للأسواق المالية الإسلامية-، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية و المعنون بـ : "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016، ص: 5.

(2) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص: 3.

(3) - نفس المرجع، ص: 4.

زيادة معدلات النمو والرفاهية؛

■ تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة؛

■ تساهم الأسواق المالية الإسلامية في تحقيق العدالة في توزيع الدخل، وذلك من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، كما تساهم أيضاً في تقليل مخاطر الاستثمار نظراً لتنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، وبالأخص أسلوب المشاركة الذي يقوم على مبدأ توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية؛¹

■ وتبرز أهمية السوق المالية الإسلامية أيضاً في أن محتويات هذه السوق ومعاملاتها تتسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية وهو ما يبحث عنه البائعون والمشترون من المسلمين بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية.²

من خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن وجود سوق مالية إسلامية أصبح ضرورة حتمية لا يمكن الاستغناء عنها، خاصة في ظل نمو الوعي الإسلامي والديني وعزوف المستثمرين خاصة المسلمين منهم عن استثمار أموالهم في الأسواق التقليدية التي تتعامل بالربا وهو ما يشجع على الاكتناز، وبالتالي فإن وجود سوق مالية إسلامية من شأنه رفع الحرج عن هؤلاء المسلمين خاصة في ظل ما يتيح هذا السوق من أدوات مالية إسلامية متنوعة.

المطلب الثالث: وظائف السوق المالية الإسلامية ومتطلبات قيامها.

من خلال هذا المطلب سنقوم بعرض أهم وظائف التي تقوم بها السوق المالية الإسلامية، وأنواع الأدوات المتداول فيها.

الفرع الأول: وظائف السوق المالية الإسلامية.

تحتل الأسواق المالية الإسلامية مكانة هامة في الحياة الاقتصادية المعاصرة خاصة في الدول الإسلامية، ويأتي الاهتمام المتزايد بهذه السوق من خلال ما تقدمه من وظائف:³

(1) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(2) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

(3) - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص: 25-28.

▪ تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد.

تعتبر السوق المالية الإسلامية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية المدخرة التي ترفض كل أشكال التعامل الربوي، والوحدات الاقتصادية المنتجة التي تبحث عن التمويل اللاربوي، حيث أنها تقوم بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة والمتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

▪ توفير السيولة.

من خلال السوق المالية الإسلامية، يكون بوسع المستثمرين تحويل أصولهم المالية أو جزء منها، إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، باعتبار أن السوق المالية الإسلامية سوق مستمرة دائمة وحررة، بحيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد أيضا لشرائها ولا تسيطر على هذه السوق فئة معينة.

▪ السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقويم أداء الشركات الإسلامية.

تعتبر السوق المالية الإسلامية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، مما يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أن تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب، والتي تعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقا لظروف السوق السائدة.

▪ تنوع الخيارات الاستثمارية وتنشيط سوقي الإصدار والتداول.

تعمل السوق المالية الإسلامية على تنوع الخيارات الاستثمارية وتوفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار الشرعي الخالي من شبهة الربا، حيث تتمح كل مستثمر فرصة اختيار ما يرغب الاستثمار فيه من تلك الأدوات الاستثمارية الإسلامية.

الفرع الثاني: أدوات السوق المالي الإسلامي.

تختلف أنواع الأدوات المالية الإسلامية التي يتم تداولها في السوق المالي الإسلامي، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

أولا: الأسهم.

تعد الأسهم المشروعة التي تصدرها الشركات ذات النشاط الحلال والغرض المباح، من أبرز الأدوات المالية الإسلامية التي يتم تداولها في السوق المالية الإسلامية و أكثرها شيوعا بين المستثمرين بهذه السوق.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

وتتميز الأسهم المنضبطة بالضوابط الشرعية التي يتم إصدارها وتداولها في السوق المالية الإسلامية بعدة خصائص وصفات تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى، كما تمنح حاملها العديد من الحقوق الأساسية والمتلازمة مع السهم، لا يجوز حرمانه منها أو المساس بها، كما تنتوع إلى أنواع عديدة منها: الأسهم النقدية، الأسهم العينية، الأسهم الاسمية الأسهم الإذنية، الأسهم العادية وأسهم رأس المال، في حين أنها تخلو من الأسهم التي لها خصائص مالية تؤدي إلى ضمان رأس المال، أو ضمان قدر من الربح أو تقديمها عند التصفية أو عند توزيع الأرباح كالأسهم الممتازة.

وعموما فإنه يجوز إصدار و تداول الأسهم في السوق المالية الإسلامية إذا كان الغرض الذي أنشئت من أجله مباحا ونشاطها مشرعا ويحقق مصلحة المجتمع. أما إذا كان غرضها غير مباح كشركات إنتاج الخمر ولحم الخنزير والمخدرات والقمار والربا ونحوه فيحرم إنشاء الشركة ويحرم تبعا لذلك إصدار وتداول الأسهم.¹

ثانيا: الصكوك الإسلامية.

برزت الصكوك الإسلامية كواحدة من أهم الأدوات المالية والتي استطاعت أن تجد لها مكانة هامة في الأسواق المالية العالمية، حيث تعد الصكوك الإسلامية من أبرز منتجات الصناعة المالية الإسلامية.² وهي عبارة عن وثائق أو شهادات أو سندات تصدر باسم المكتتب مقابل الأموال التي قدمها لصاحب المشروع، وهي تمثل حصصا شائعة في رأس المال وتكون متساوية القيمة، وقابلة للتداول، ولمالكها حقوق وواجبات خاصة ضمن ضوابط الاستثمار والتداول الإسلامية.³

ونظرا للإقبال المتزايد والانتشار السريع للصكوك الإسلامية، فإن عملية إصدار و تداول الصكوك الإسلامية تخضع للعديد من الشروط والقواعد القانونية والضوابط الشرعية التي تنظم إصدار وتداول الصكوك الإسلامية لضمان خلوها من أي خلل شرعي وللتأكد من سلامة التعامل بها في الأسواق المالية الإسلامية.⁴

(1) - شافية كتاف، ذهبية لطرش، إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية- الأطر النظرية والتنظيمية للأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016، ص: 11.

(2) - محمد مرابط، بوبريحة معاذ، الصكوك الإسلامية كآلية لتفعيل و تطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية- الواقع والتحديات، الملتقى الدولي الثالث حول: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016، ص: 1.

(3) - نعيمة برودي، التصكك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تلمسان، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013، ص: 2.

(4) - شافية كتاف، ذهبية لطرش، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

ثالثا: صناديق الاستثمار الإسلامية.

" هي عبارة عن مؤسسات مالية إسلامية تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية ويعهد بإدارتها إلى جهة ذات خبرة واختصاص لتوظيفها وفقا لصيغ استثمارية إسلامية مناسبة، على شرط أن يتم توزيع العوائد فيما بينهم بطريقة متفق عليها سابقا، ويحكم كافة معاملات هذه الصناديق مبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية في البلد المستثمرة فيه".¹

فصناديق الاستثمار الإسلامية عبارة عن آلية استثمارية وتمويلية تعمل على تجميع المدخرات من أصحاب المال الذين يريدون استثمار أموالهم بطريقة تلتزم بضوابط الشريعة الإسلامية في معاملاتهم، ويوكل تسيير هذه الآلية إلى جهة خبيرة وذات معرفة مالية تتسم بالقدرة والكفاءة في التعامل مع المعلومات المالية والاستثمارية بما لا يخالف الشريعة الإسلامية من جهة ويسمح بتحقيق عوائد مالية وبما يولد منافع مستقبلية للملاك المديرين والموظفين.

ويوجد عدة أنواع لصناديق الاستثمار الإسلامية:²

- 1- صناديق الأسهم الإسلامية:** وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، غير مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية.
- 2- صناديق السلع:** وتقوم بشراء السلع المباحة، ثم بيعها بأجل، على أن يكون لهذه السلع بورصة منظمة ونشطة، ويمكن أن تعمل هذه الصناديق بصيغ البيع الآجل، المرابحة أو السلم.
- 3- صناديق السلم:** وهو بيع أجل بعاجل، كأن يقوم الصندوق بشراء كمية من زيت الزيتون الآن من المزارعين، ويتم تسليم المبيع من الزيت وقت المحصول، ويستطيع الصندوق أن يحقق ربحا من شرائه للزيت قبل موسمه وقبل حصاده.
- 4- صناديق التأجير:** يقوم الصندوق بامتلاك أصول مثل المعدات والسيارات والطائرات والشاحنات وغيرها، ومن ثم تأجيرها والاستفادة من الإيرادات الأيجارية، أو التعامل مع هذه الأصول كالبيع التأجيري المنتهي بالتمليك.

نلاحظ أن أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة

(1) - زهير عدلي وآخرون، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية وتحقيق التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية و المعنون بـ : "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12- 13 أبريل 2016، ص: 11.

(2) - هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، ماي 2005، ص ص : 19 - 20.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

الإسلامية والمتمثلة في الأسهم النقدية، الأسهم العينية، الأسهم العادية، الأسهم الاسمية والأسهم الإذنية وهي عبارة أسهم مباحة شرعا وخالية من الربا، كما تم التطرق إليه من قبل، بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية بمختلف أنواعها وصناديق الاستثمار.

الفرع الثالث: أهم الضوابط الشرعية لقيام سوق مالية إسلامية.

إن السوق المالية الإسلامية يجب أن تتحقق فيها مجموعة من الشروط الشرعية، وبالتالي يفترض من أجل إقامة سوق مالية إسلامية أن تتحقق الشروط التالية:

أولاً: الالتزام بالشرعية 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، بحيث يتم الحكم على هذه السوق وما يتم داخلها بأنه متوافق مع الشريعة الإسلامية.¹

هناك ضوابط شرعية عامة تميز السوق المالي الإسلامي وتعطيه أهمية أكثر، نذكر منها:²

✪ الالتزام بالقيم الإسلامية الإيمانية والأخلاقية والسلوكية في كل الأمور، لكون هذه القيم تقي من الغبن

والغش والتدليس والاحتكار، والتي كانت من أسباب حدوث الأزمات المالية؛

✪ تجنب مختلف المعاملات الربوية، سواء في مجال الديون (ربا النسيئة)، أو في مجال البيوع، باعتبار أن

الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات في السوق المالي بصفة

خاصة؛

✪ تجنب البيوع غير المشروعة، التي يتم بعضها في سوق الأوراق المالية المعاصرة مثل بيع الغرر، بيع ما

ليس عندك، بيع النجش.

ثانياً: الإباحة الشرعية للأدوات المالية.

أن يكون الغرض من الأداة المالية وطرق إصدارها واستغلالها واستثمارها موافقة للشريعة الإسلامية مثل

النهي عن إصدار أدوات مالية لشركات تنتج مسكرات أو أسلحة حربية.³

ثالثاً: 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

(1) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

(2) - علي حدو، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

(3) - نفس المرجع، ص: 6.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

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.¹

رابعاً: الخلو من الضمان.

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 مثل ما هو في الأسهم الممتازة المحرمة شرعاً.²

خامساً: حرية المنافسة.

وتظهر الحرية في أسواق المال من خلال النقاء قوى العرض والطلب لتحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها والتنافس المشروع بين المتعاملين في السوق، فالأصل في الإسلام عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق.³

سادساً: تحريم النجش.

وهو "أن يزيد أحد في السلعة وليس في نفسه شراؤها يريد بذلك أن ينتفع البائع ويضر المشتري"، ويحرم النجش عند جمهور العلماء وعلته تحريمه أنه من قبيل الكذب المحرم والخداع، ويترتب عليه إضرار بأحد المتعاقدين، ومع كونه لا يبطل عقد البيع فهو محرم وأثم فاعله.⁴

و يظهر في سوق الأوراق المالية عن طريق الإشاعات الكاذبة والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في الطلب والعرض على الأوراق المالية في السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق، والذين لا يتحركون إلا بغريزة الخوف لا بدافع العقل، والإسلام يرفض هذا الخداع.⁵

(1) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

(2) - علي حدو، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

(3) - نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

(4) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص: 26.

(5) - نعيمة برودي، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

سابعا: الخلو من الاحتكار أو ما يؤول إليه.

فإن كل ما أضر بالعامه حبسه فهو احتكار، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار، وجعلته محرماً، فعن معمر بن عبد الله أن النبي ﷺ قال: " من احتكر فهو خاطئ" رواه مسلم، والحكمة في تحريمه هو دفع الضرر عن عامة الناس.¹

ثامنا: الخلو من التدليس.

" التدليس هو كتمان البائع العيب في المبيع عن المشتري مع علمه ليوهم المشتري خلو المبيع من العيوب، أو لجوء البائع إلى حيل ليغري المشتري على التعاقد".

فالشريعة الإسلامية تحرم التدليس وتجعل المسلم صادقاً يبين عيوب سلعته لإخوانه المتعاملين معه في السوق، والفقهاء مجمعون على أن الحيل التي يلجأ إليها المتعاقد لخداع المتعاقد الآخر تؤثر على لزوم العقد.²

تاسعا: الخلو من التغيرير.

التغيرير هو إظهار الشيء بمظهر غير حقيقي، مع إعطائه صفة ليست له، لكي يستثير رغبة الطرف الآخر، فيقدم على إبرام العقد.

وينقسم التغيرير إلى تغيرير قولي أو تغيرير في السعر، كما لو قال البائع للمشتري أن هذه السلعة تساوي أكثر ولا تجد مثلها بهذا السعر، أو دفع لي فلان فيها كذا ولم أقبل ونحو ذلك من المغريات الكاذبة.³

ومما سبق ذكره يتضح لنا أن السوق المالية الإسلامية لا تختلف في تعريفها عن السوق المالية التقليدية في كونها تعمل على جمع المدخرات المالية من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز لاستثمارها وتحقيق أرباح، غير أن السوق المالية الإسلامية تكون مقيدة بأحكام شرعية حتى تكون خالية من جميع الشبهات، كالاحتكار والغرر والتدليس والنجش وغيرها من الأمور التي نهانا الإسلام عنها.

(1) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوشان، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

(2) - نفس المرجع السابق، ص: 28-29.

(3) - نفس المرجع، ص: 27.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

تلعب الصكوك الإسلامية بأشكالها وأنواعها المختلفة دورا هاما وفعالا في تطوير الأسواق المالية ورفع كفاءتها، وذلك من خلال ما يتيح هذه الصكوك من أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تعمل بدورها على استقطاب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم للاستثمار في هذه الأدوات.

المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي: مفهومه وكفاءته.

من خلال هذا المطلب سيتم إعطاء مفهوم دقيق لسوق رأس المال الإسلامي، كما سيتم التعرف على مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال الإسلامي.

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي.

حيث سيتم التطرق إلى تعريف سوق رأس المال الإسلامي وأهم المبادئ التي يقوم عليها هذا السوق.

أولاً: تعريف سوق رأس المال الإسلامي: " يطلق مصطلح سوق رأس المال بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية، كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساتهم وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن سوق رأس المال لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فإن مصطلح سوق رأس المال الإسلامي، يمكن أن يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالضوابط الشرعية".¹

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق رأس مال إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية، ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها، وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها، ولكي تكون سوق رأس المال إسلامية ينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية.²

ثانياً: مبادئ سوق رأس المال الإسلامي.

فيما يلي أهم المبادئ التي يقوم عليها سوق رأس المال الإسلامي:³

1- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: اعتنى الإسلام بالسوق ووضع لها ضوابط تشريعية وأخلاقية فيها منع كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغبن والغرر والتدليس، وهي شروط أساسية للمنافسة الكفوءة الشريفة، وهذا المبدأ ينطبق على سوق رأس المال الإسلامي أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام

(1) - مسعودة نصيبه، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجا، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة

محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص: 32.

(2) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

(3) - مسعودة نصيبه، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

بآليات السوق (العرض والطلب) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل لأداء السوق بكفاءة.

2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: ففي أسواق رأس المال التقليدية تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بسوق رأس المال التقليدي، فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار، ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم، وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في سوق رأس المال الإسلامي لا توجد مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع والإيجارات وغيرها من العقود.

3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما يتميز به سوق رأس المال الإسلامي، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق المالية.

الفرع الثاني: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

إن مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال له العديد من التعريفات، والكفاءة في سوق رأس المال يعني بها مدى توفر المعلومات للمستثمرين من سرعة وجودها وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، بحيث تعكس الأوراق المالية المتبادلة القيم الحقيقية للأصول المالية، وأن تكون حركة الأموال بسهولة وسرعة ودقة. وللكفاءة نوعان:¹

➤ **الكفاءة الداخلية:** وتعني بخفض تكاليف التبادل للحد الأدنى، وحرية الدخول إلى الأسواق وارتفاع أعداد المتعاملين والوسطاء مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى المنافسة.

➤ **الكفاءة الخارجية:** وتعني بتوفر المعلومات للمتعاملين وسهولة الحصول عليها وقلة تكلفتها، وإلى أي مدى تتعكس تلك المعلومات على الأسعار، وتقترب قيم الأوراق المالية من قيمتها الحقيقية.

وحتى تتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها الاقتصادية بكفاءة ينبغي أن تكون هي نفسها تتمتع بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات، ففي السوق الكفاء تعتبر الأسعار مؤشراً أو مقياساً دقيقاً للقيمة، حيث تتغير الأسعار بسرعة نتيجة لأية معلومات جديدة، وعليه يمكن الاطمئنان إلى أن الأسعار سوف تؤدي إلى تحقيق التوزيع الكفاء للموارد الاقتصادية، وضمان عدم استغلال أي طرف لطرف آخر.²

(1) - نفس المرجع السابق، ص: 37.

(2) - رائد نصري أبو مؤنس، خديجة شوفان، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

كيفية تحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي:¹

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق رأس مال منضبطة اقتصاديا واجتماعيا. وعندما نريد توضيح ذلك على نوعي الكفاءة سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتمادا على مبادئه الرئيسية في التعاملات و يمكن إجمال القول في ذلك كما يلي:

أ- **على مستوى الكفاءة الداخلية:** من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق ببسر وسهولة، وكذلك النهي عن الاحتكار و التحذير منه، وكلا المبدئين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في سوق السلع العينية، الأمر الذي يعمل على الاقتراب والحصول على الأسعار العادلة، كما أن وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ب- **على مستوى الكفاءة الخارجية:** يتجلى ذلك في عناية الاقتصاد الإسلامي بمنع الربا والعمل على تطبيق نظام المشتريات النقدية، كما أن إشهار المعلومات والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة سيكون لها الأثر البارز في عمل سوق رأس المال في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

يمكن توضيح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي فيما يلي:

الفرع الأول: إضافة كمية ونوعية جديدة من الأدوات المالية الإسلامية.

من الممكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل إضافة حقيقية للأسواق المالية الإسلامية، وتتمثل هذه الإضافات في:

أولاً: إدراج أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية.

حيث يمكن أن تشكل أسهم هذه الشركات إضافة كمية للأسواق المالية تعمل على تفعيل أنشطة هذه الأسواق، وذلك للحجم الكبير الذي يمثله رأس مال هذه الشركات.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك من يرى أن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها لاشتغالها في الغالب على نقود وديون تمثل نسبة كبيرة من استثمارات هذه البنوك، غير أن هذه المشكلة يمكن للبنوك الإسلامية

(1) - مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

تجاوزها من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية، وهذا يتطلب من المصارف التوجه نحو فكرة المصارف الشاملة والقيام بالإضافة للوظائف التقليدية للمصارف بأنشطة استثمارية أخرى تلائم طبيعة عملها القائم على المشاركة في الربح والخسارة.¹

ومن أمثلة ذلك:²

✓ المساهمة المباشرة في رأس مال الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، والإسهام في إدارتها وتوجيه نشاطها، ثم إعادة طرح هذه الأسهم للتداول؛

✓ القيام بضمان الاكتتاب وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية بحيث تتولى المصارف وظيفة صانع السوق؛

✓ إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو مساندة أسواقها لإعطائها قوة الدفع المطلوبة نظرا لحدثة هذا النشاط في سوق الأوراق المالية.

فإذا ما حصل هذا التنوع في طبيعة الأنشطة التي تقدمها هذه البنوك فإنه من المتوقع أن تشكل هذه الأنشطة نسبة كبيرة من الاستثمارات، وتكون أسهم هذه البنوك التي تقدر بالملايين قابلة للتداول في الأسواق الثانوية مما يعمل على تنشيط هذه الأسواق.

ثانياً: إدراج صكوك إسلامية.

تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس التمويل الإسلامي، مما يشكل أيضاً إضافة كمية ونوعية مختلفة عما هو موجود في أسواق الأوراق المالية المحلية منها والعالمية. فعمليات التصكيك إذن تؤدي إلى تطوير تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية وبالتالي توسيع قاعدة سوق رأس المال.

فالصكوك الإسلامية تنمي جانب الطلب على السيولة النقدية في الأوراق المالية، وهو جانب هام في تنمية هذه السوق، حيث أن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها.³

(1) - خير الدين معطي الله، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة، الجزائر، يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص: 250.

(2) - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص: 188 - 189.

(3) - خير الدين معطي الله، شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 250.

الفرع الثاني: زيادة رسملة سوق رأس المال وعدد المتعاملين فيه.

تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكن سوق رأس مال من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات في المجتمع كانت تمتنع عن استثمار أموالها في المعاملات والأدوات التي لا تراعي الضوابط الشرعية كالسندات التقليدية، وبالتالي فهذه الصكوك تعد صيغة بديلة لتلك المعاملات والأدوات المالية وتحقق مقاصد شرعية وفق منهج قائم على العدل وحفظ الحقوق، وهذا بدوره يساهم في إيجاد سوق مالية إسلامية عالمية مرنة تتعامل بالأسهم والصكوك المشروعة، ولها القدرة على جذب رؤوس الأموال الطائلة المدخرة لدى المستثمرين المسلمين وغيرهم من الممتنعين عن توظيفها في أسواق رأس المال العالمية، وهذا ما يؤدي بدوره إلى توسيع حجم أسواق رأس المال وانتعاشها.¹

الفرع الثالث: انفتاح سوق رأس المال الإسلامي عالمياً.

فالصكوك الإسلامية تعمل على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق رأس المال عالمياً، والمساهمة في حملة الإصلاح والإعمار المالي الذي تسعى إليه الكثير من الحكومات والمؤسسات المالية، مما يساعدها على دمج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية العالمية لتكون تأثيراتها فعالة.²

الفرع الرابع: إضافة مؤسسات مالية جديدة.

من أهم المعوقات التي تقف أمام أسواق رأس المال دون تحقيق أهدافها المرجوة منها، تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق الأولية، وما ينتج عن ذلك من عدم الاهتمام باكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وتجسيدها في شكل مشاريع معينة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بالمؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، لذلك يتعين الاهتمام بالأسواق المالية الأولية نتيجة الحاجة الماسة خاصة في الدول العربية لإنشاء العديد من الشركات المنتجة، وإدارة عمليات الاكتتاب فيها، والتعهد بتغطية إصداراتها، وجذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو المشاريع الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية، وإيجاد فرص عمل ومن ثم إثراء السوق الثانوية.³

(1) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 152.

(2) - خير الدين معطي الله، شرياق رفيق، مرجع سبق ذكره، ص: 251.

(3) - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

وحتى نتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية متخصصة الواحدة منها بأدوار تعد ضرورية لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات:¹

أ- **موجد العملية:** حيث يركز دور المؤسسة أو الجهاز الذي يناط به هذا الدور في البحث عن الفرص الاستثمارية المتاحة، وإعداد دراسات الجدوى ومن ثم عرضها على الممولين في شكل إصدار أو صندوق، وذلك مقابل عمولة موجد العملية.

ب- **المنشأة ذات الغرض الخاص:** وهي الجهة التي تتولى مرحلة ما قبل إصدار الصكوك ومرحلة الإصدار والإدارة لهذا المشروع طوال فترة حياة المشروع، وقد تأخذ هذه المؤسسة صفة المضارب أو المدير بالوكالة.

ج- **متعهد إعادة الاكتتاب:** وهي المؤسسة التي تتعهد بتغطية الإصدارات التي لم تغط (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لترحها لاحقاً للتداول.

د- **متعهد إعادة الشراء:** وهي البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

هـ- **وكيل الدفع:** الجهة التي تقوم بالوفاء بالالتزامات التي حان أجلها، والتي تتمثل في تصفية الإصدار، أو توزيع أرباح دورية، وذلك مقابل عمولة متفق عليها.

و- **الأمين:** وهو يمثل حملة الصكوك باعتبارهم أصحاب رأس المال في مواجهة المضارب، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والمحافظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

المطلب الثالث: أثر التصكيك الإسلامي على كفاءة أسواق رأس المال الإسلامية.

حتى تتمكن الأسواق المالية من أداء وظائفها المناطة بها لا بد من أن تكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفوة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.²

ويقصد بكفاءة التسعير Pricing efficiency أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بحيث تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتاحة، كما يجب أن تكون هذه المعلومات بنفس الوقت وبتكلفة متدنية.

أما كفاءة التشغيل Operational Efficiency فيقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأدوات المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسة.³

(1) - مسعودة نصيبه، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

(2) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

(3) - زاهرة علي محمد بني عامر، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

فيما يتعلق بكفاءة التسعير فيمكن أن تضمنها التشريعات المتعلقة بالإفصاح، كما يضمنها استخدام وسائل اتصال حديثة تضمن الحصول على المعلومات بشكل مستمر وسريع، وتضمن اتصال العملاء بوكلائهم وبالسوق وأجهزته المختلفة، أما كفاءة التشغيل فتقتضي توافر كفاءة تسعيرية للأصول المالية المختلفة مما يعمل على تحقيق توازن بين العرض والطلب عليها، بالمقابل تعتمد الكفاءة التسعيرية على الكفاءة التشغيلية فلا تتحقق الأولى في ظل أسعار مرتفعة للوساطة المالية مما يؤدي بالنهاية إلى تخصيص غير كفؤ للموارد المالية.¹

والصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تبتعد عن الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دورا سلبيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق وتتحرب بها كالسوس من الداخل، وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.²

ونلاحظ أن التركيز يجب أن ينصب على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور في تسييل الأصول المختلفة وإضفاء صفة النشاط على تعاملات الأسواق المالية، إلا أن حقيقة وظيفة السوق الثانوية لا تعدوا عن كونها وسيلة لتغيير طبيعة الاستثمارات من شكل إلى آخر، في حين ينبغي الاهتمام بالسوق الأولية التي تربط الأسواق المالية باحتياجات الاقتصاد الوطني و إمداد المشروعات المختلفة بالموارد المالية.³

ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جديدة لتعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مشاريع استثمارية إنتاجية تساهم في تحقيق تنمية اقتصادية شاملة، خصوصا إذا ما علمنا أن إصدارات الصكوك الإسلامية لا بد وأن ترتبط بمشاريع وأصول حقيقية.

وعلى مستوى الأسواق الثانوية فمن المتوقع أن تقوم بدورها بشكل أفضل في سوق رأس المال الإسلامي، وذلك لانقضاء الغش والغبن والغرر، والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبا على تخصيص الموارد.⁴

لذلك فإن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي ترتبط بمدى قدرتها على تحريك الموارد المالية وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية حقيقية، من هنا يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي سوق تقل فيها المضاربات وتهتم

(1) - مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، 133.

(2) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

(3) - مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

(4) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

الفصل الثاني: المعالم الأساسية للسوق المالية

بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.¹

ومما سبق ذكره نستنتج أن الصكوك الإسلامية تلعب دور كبير في تطوير الأسواق المالية وتوسيع نشاطها، وخاصة الأسواق المالية الإسلامية من خلال ما تنتجه من أدوات مالية متنوعة والتي قد تشمل صكوك الشركات والمؤسسات، وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية، مما يعمل توسع نشاط السوق وتوسيع قاعدة المؤسسات المشتركة فيه، وبالتالي زيادة الإقبال عليه وعلى مختلف الأدوات المتداولة فيه.

(1) - مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 134.

خلاصة واستنتاجات:

- ❖ السوق المالية هي المكان الذي يتم فيه تحويل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي؛
- ❖ تختلف أنواع الأدوات المتداولة في السوق المالية باختلاف السوق التي تُتداول فيها، فهناك الأدوات المتداولة في سوق النقد، وهناك الأدوات المتداولة في سوق رأس المال؛
- ❖ لا يجوز إصدار الأسهم لحاملها، لأن فيها ضياع للحقوق؛
- ❖ تخضع الأسهم والسندات التي يتم إصدارها وتداولها في أسواق رأس المال للعديد من الضوابط الشرعية التي تحكمها وتبين فيما إذا كانت جائزة أم لا؛
- ❖ تلعب الصكوك الإسلامية دورا هاما في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية والرفع من كفاءتها، فهي أداة مالية إسلامية خالية من كل المحظورات والشبهات الموجودة في الأسواق المالية التقليدية، وبالتالي تساهم في تنشيط السوق المالي الإسلامي من خلال توجيه أصحاب المدخرات الذين لا يستثمرون أموالهم تقيدا بأحكام الإسلام، فالصكوك الإسلامية تتيح لهم فرصة استثمار أموالهم في أسواق مالية إسلامية خالية من الربا، الغرر، النجش، الغبن، الاحتكار والتدليس وغيرها.
- ❖ يجوز إصدار الأسهم الإسمية، لأن الأسهم تحمل اسم صاحبها وتثبت ملكيته لها.

الفصل الثالث:

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس
المال الإسلامي في ماليزيا.

تمهيد.

يعتبر الاقتصاد الماليزي من بين الاقتصاديات العالمية التي اعتمدت على مبادئ الاقتصاد الإسلامي في تعاملاتها المالية والمصرفية، حيث شهدت في الفترة الأخيرة إقبالا واسعا على أدوات التمويل الإسلامي، كالصكوك الإسلامية التي أصبحت تلعب دورا هاما في سوق رأس المال الماليزي والتي عرفت نجاحا كبيرا وإقبالا واسعا خاصة من قبل المستثمرين الذين لا يرغبون في استثمار أموالهم في مشاريع تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، مما جعل ماليزيا تعتبر مركزا للصناعة المالية الإسلامية عالميا.

ففي السنوات الأخيرة اتجهت الأنظار نحو ماليزيا نتيجة لما حققته من نجاحات في سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بباقي دول العالم، حيث تعتبر رائدة المصرفية الإسلامية في العالم وذلك نتيجة لتفوقها في إصدار الأدوات المالية الإسلامية بمختلف أنواعها، وخاصة الصكوك الإسلامية.

ومن أجل إبراز ذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث تم تخصيص **المبحث الأول** للتعريف بدولة ماليزيا وذلك من خلال عرض نبذة عن ماليزيا، والتعرف على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم خصائصه، وأهم الأدوات المتداولة فيه.

كما تم التطرق إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية وأهم لجان الرقابة الشرعية التابعة لها، والتي تعمل على جعل ماليزيا مثالا للمالية الإسلامية في العالم، من خلال الرقابة على جميع الأنشطة التي تتم في سوق رأس المال الإسلامي والتأكد من أنها لا تخالف أحكام الشريعة، مع إبراز دور هذه الهيئات في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وفي إصدار الصكوك الإسلامية.

أما **المبحث الثاني** فتم فيه دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، من خلال إبراز أنواع الصكوك المتداولة في ماليزيا وهياكل إصدارها، حيث تم دراسة تطور الصكوك في ماليزيا خلال الفترة الممتدة من 2001-2016، بالإضافة إلى دراسة حجم تطور إصدار الصكوك في العالم حسب الدول وحسب العملات، ودراسة نسبة الصكوك الإسلامية إلى السندات التي يتم إصدارها في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.

المبحث الأول: تجربة ماليزيا في الصناعة المالية الإسلامية.

تحولت في السنوات القليلة الماضية أنظار العالم إلى جنوب شرق آسيا لنتطلع بإعجاب بالغ إلى المعجزة الآسيوية التي تتحقق على أيدي النمرور الآسيوية وخاصة ماليزيا، حيث تعتبر ماليزيا من أكبر الدول الإسلامية تطبيقا لمبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاتها المالية، حيث بدلت جهودا جدية في إصدار وتداول مختلف الأدوات المالية الإسلامية بما فيها الصكوك الإسلامية التي عرفت نجاحا كبيرا في ماليزيا.

ولإبراز ذلك قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى العناصر التالية:

المطلب الأول: المصرفية الإسلامية في ماليزيا.

من خلال هذا المطلب سيتم التعريف بدولة ماليزيا ونظامها المصرفي الإسلامي.

الفرع الأول: نبذة مختصرة عن دولة ماليزيا.

سيتم تخصيص هذا العنصر للتعريف بدولة ماليزيا والتعرف على نظامها المصرفي الإسلامي.

أولاً- التعريف بدولة ماليزيا.

إن نهج ماليزيا الاقتصادي المتميز استطاع الخروج بها من الأزمة الاقتصادية الخانقة التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا عام (1997)، إذ لم تخضع لصندوق النقد والبنك الدوليين لعلاج أزمتها بل عالجت أزمتها ومشكلتها الاقتصادية من خلال برنامج اقتصادي وطني متميز عمل على فرض قيود مشددة على سياسة البلاد النقدية والسير بشروطها الاقتصادية الوطنية وليس الاعتماد على الآخرين الذين يبيغون استغلال أزمتها.

كانت ماليزيا قد ركزت على المبدأ الإسلامي، إذ أكدت على تمسكها بالقيم الأخلاقية والعدالة والمساواة الاقتصادية مع الاهتمام بتنمية الأغلبية المسلمة من السكان الأصليين من المالايين وتشجيعهم على العمل بالقطاعات الإنتاجية، ويعد فكر رئيس وزراء ماليزيا الأسبق (مهاتير محمد) الفكر التنموي المحفز لقيادة ماليزيا لتكون دولة صناعية متميزة على مستوى آسيا على أقل تقدير، وجسدت التجربة الماليزية قدرة الدولة شعبا وحكومة في الاعتماد على الذات ولم يتحقق ذلك إلا بموجب توافر شرط الاستقرار السياسي والاجتماعي الذي كان الحافز الأساسي في التقدم الاقتصادي.¹

وماليزيا هي دولة إسلامية تقع في جنوب آسيا وهي عبارة عن شبه جزيرة، وهي دولة تطمح إلى اللحاق

بركب الدول الصناعية بحلول 2020.²

(1) - علي أحمد درج، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربيا، مجلة جامعة بابل (العلوم الصرفة والتطبيقية)، المجلد 23، العدد 3، 2015، ص: 1361.

(2) - عز الدين شرون، مساهمة نحو تفعيل دور الوقف النقدي في التنمية - دراسة حالة بعض البلدان الإسلامية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016، ص: 236.

أهم الموارد التي تزرع بها، القصدير، الأخشاب، الحديد، النحاس، البوكسيت والغاز الطبيعي، يبلغ عدد سكانها حوالي 24 مليون نسمة، بمعدل نمو سنوي 1.86%. كما يتكون المجتمع الماليزي من عدة مجموعات عرقية منها 58% ماليزية، وأخرى من الصين، الهند وغيرها، يدينون بديانات مختلفة فوجد منها الإسلام، المسيحية، البوذية والهندوسية وتعتبر اللغة الماليزية هي اللغة الرسمية.¹ وتتكون من ثلاثة عشر ولاية إحدى عشر في ماليزيا الغربية واثنان في الشرقية، عاصمتها كوالالمبور، تقدر مساحتها 229.7 ألف كم مربع، عملتها رنجيت، ديانتها الإسلام، أما عن نظام الحكم ملكي، لغتها الملاوية.

يحد ماليزيا من الشمال مملكة تايلاند، وبحر الصين الجنوبي، أما من الجنوب فتحدها إندونيسيا، ومضيق جوهر الفاصل بينها وبين سنغافورة، ومن الغرب مضيق ملفا الذي يفصل بينها وبين إندونيسيا، وتحدها ولاية بورينو التابعة لإندونيسيا من الشرق.²

❖ التركيبة السكانية في ماليزيا: تتكون التركيبة السكانية في ماليزيا من ثلاث عناصر رئيسية وهي:³

- العنصر الملايو الذي يتركز على سواحل ماليزيا الشرقية و الغربية والغالبية العظمى تتجمع في المدن والموانئ ويمثل هذا العنصر حوالي نصف السكان أو أكثر بقليل، أي عشرة ملايين نسمة بنسبة حوالي ستين بالمائة من إجمالي السكان، وهم السكان الأصليون لماليزيا؛
- العنصر الصيني وهم الوافدون من الصين الجنوبي خلال فترة الاستعمار البريطاني، ويمثلون خمسة ملايين بنسبة ثلاثين في المائة من إجمالي السكان؛
- العنصر الهندي وقد جاء بهم الاستعمار أيضا في القرن الماضي، ويمثلون 1.5 مليون نسمة بنسبة عشره بالمائة من إجمالي السكان.

تعتبر ماليزيا دولة ذات دخل متوسط حولت اقتصادها من سنة 1970 إلى 1990 من منتج للمواد الخام إلى العديد من القطاعات الإنتاجية نتيجة لنمو صادراتها ومن أهم مؤشرات ما يلي⁴:

- الناتج المحلي الإجمالي 198.4 مليار دولار؛
- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي 4.1%؛

(1) - نفس المرجع السابق، ص: 236.

(2) - حاج إبراهيم عبد الرحمان، خير الناس ربيع، التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي و الدروس المستفادة، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار د/محمد مهاتير، ص ص: 1-2.

(3) - نفس المرجع، ص: 2.

(4) - عز الدين شرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 236-237.

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي 8800 دولار؛
- نصيب القطاعات من الناتج المحلي الإجمالي: الزراعة 12 %، الصناعة 40 %، الخدمات 48 %، معدل التضخم 1.9 %، العمالة 9.9 مليون نسمة؛
- أهم صناعاتها: صناعة ومعالجة المطاط، صناعة زيت النخيل، الصناعات الضوئية، الصناعات الالكترونية، صناعة القصدير، الصناعات البترولية، الصناعات الغذائية؛
- متوسط دخل الفرد ارتفع من 600 رنجيت سنة 1980 إلى 10.000 رنجيت سنة 2001؛
- الصادرات ارتفعت من 5 مليار دولار إلى 95.2 مليار دولار سنة 2002؛
- انخفضت نسبة الفقر من حوالي 52 % عام 1970 إلى مستوى قياسي عام 1988 والتي بلغت 5.5%؛
- انخفضت نسبة البطالة إلى 3.5 % عام 2000، كما انخفضت نسبة الواقعين تحت خط الفقر إلى 6.8 %.

ومن خلال تعرفنا على دولة ماليزيا ودراستنا لمختلف المؤشرات المتعلقة بها يتضح لنا أن ماليزيا هي دولة ذات قوة عظيمة فقد قفزت قفزة فريدة من نوعها حيث تمكنت في سنوات قليلة من تحقيق معدلات نمو خيالية فبعد أن كانت دولة تصدر بعض المواد الأولية فقط تحولت في سنوات قليلة إلى دولة مصدرة للعديد من المنتجات في مختلف القطاعات حيث حققت معدل نمو صادرات يقدر بـ 90.2 % (ارتفعت نسبة الصادرات من 5% إلى 95.2 %)، كما بذلت جهودا جديدا للقضاء على معدلات الفقر في البلاد وقد تمكنت من تقليص نسبة الفقر خلال 18 عاما من 52 % إلى 5.5 % أي أن معدلات الفقر انخفضت بنسبة 46.5%.

وكل هذه المؤشرات تدل على أن ماليزيا دولة قوية ولها إرادة اقتصادية قوية فهي استطاعت خلال فترة وجيزة من تحقيق معدلات نمو خيالية لم تكن في الحسبان.

ثانيا: النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا.

سيتم تخصيص هذا العنصر لدراسة النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا.

1- نظام الادخار الإسلامي.

تبدأ الجهود المبكرة لتطوير خدمات القطاع المالي الإسلامي في ماليزيا مع ولادة مؤسسة صندوق الحجاج أو ما يعرف باسم "تابونج حاجي" الذي أنشئ في نوفمبر 1962 وبدأ العمل في 30 سبتمبر 1963. كما عزز وجودها بقوة ورقة العمل التي قدمها الأستاذ الملكي أونجكو عزيز بعنوان خطة لتحسين اقتصاد الحجاج في عام 1959. وقد طرحت هذه الفكرة نظرا للحاجة الماسة لضرورة وضع آلية لتشجيع المسلمين على

جمع مدخراتهم حيث لجأ المسلمون المليون في الماضي إلى وسائل تقليدية مختلفة لانقاذ وحفظ أموالهم للرحلة المقدسة. كما أن هناك بعض المسلمين الذين لجئوا إلى بيع مواشيهم وغيرها من الممتلكات من أجل كسب ما يكفي من الأموال لحجهم. وقد تسببت هذه الممارسات في آثار مالية واجتماعية سلبية عليهم وعلى أسرهم قبل الحج وبعده.¹ وهذا حتى يتم توفير قناة ادخار إسلامية بعيدة عن شبهة الربا في معاملاتها ويكون نشاطها موافق لمبادئ الشريعة الإسلامية السمحاء.²

ومن أهداف إنشاء **تابونج حاجي** تحت البند 8 لإدارة وتسيير شؤون الحج لسنة 1969:³

- لتمكين المسلمين من الادخار تدريجيا لدعم نفقاتهم أثناء الحج ولأغراض أخرى مفيدة؛
- تمكين المسلمين من المشاركة الفعالة في الأنشطة الاستثمارية المسموح بها في الإسلام من خلال الادخار؛
- لحماية مدخرات الحجاج ومصالحهم وضمان رفايتهم أثناء الحج من خلال توفير مختلف المرافق والخدمات.

أي أن هذا الصندوق أنشئ من أجل جمع مدخرات المسلمين الماليزيين، من أجل أداء فريضة الحج، فقد كان هدفه بالأساس توفير الأمان لهذه المدخرات باستخدامها فيما يتعلق بخدمة أمور الحجاج داخل الوطن والأماكن المقدسة في بادئ الأمر ليتوسع فيما بعد في المجال الاستثماري وذلك بتتبع النشاطات الاستثمارية التي تتوافق مع الشريعة الإسلامية. وبذلك يكون صندوق الحج أحد الروافد التي مثلت ظهور المالية الإسلامية في ماليزيا، لتوظيفها لمدخرات الأفراد المسلمين وتحقيق عوائد مجزية لهم خالية من الربا، وتوفير بديل إسلامي شكل النواة الأولى لظهور المصرفية الإسلامية في ماليزيا.⁴

2- ظهور البنوك الإسلامية في ماليزيا.

بدأ التزام ماليزيا بتطوير نظام مصرفي إسلامي في عام 1983 عندما بدأ أول بنك إسلامي عملياته (بنك إسلام ماليزيا برهاد "BIMB")، وعلى الرغم من أن النظام المصرفي الإسلامي الماليزي قد تمكن في السنوات التي تلت ذلك من تصور نفسه كبديل مجدي للأعمال المصرفية التقليدية، إلا أنه هناك بعض النقاط التي يجب معالجتها لجعل هذا النظام أكثر جدوى ومقبولا لدى الماليزيين والمسلمين في بلدان أخرى.⁵

(1)- Mohamad Akram Laldin, **islamic financial system : the malaysian experience and the way forward**, p : 4.

(2)- محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(3)- Mohamad Akram Laldin, **op cit**, p: 4-5.

(4)- محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(5)- Sudin Haron, Norafifah Ahmad, **the islamic banking system in malaysia-some issues-**, proceedings of the fourth harvard university forum on islamic finance, p : 1 .

حيث سجلت مؤسسة (BIMB) نموا قويا بعد عام من إنشائها حيث تضاعف إجمالي الأصول من 170.7 مليون دولار في نهاية 1983 إلى 369.8 مليون دولار في نهاية عام 1984، مع زيادات حادة في الودائع من 91.0 مليون دولار إلى 274.9 مليون دولار وقرروض من 40.7 مليون دولار إلى 249.8 مليون دولار.

وقد كان بنك إسلام ماليزيا (BIMB) رائدة المصرفية الإسلامية ضمن النظام المالي في ماليزيا منذ إنشائها منذ أكثر من عقد من الزمن حيث تم توسيع قائمة الخدمات التي تقدمها بسرعة كبيرة.¹ وقد توسع البنك من خلال شبكة مكونة من 80 فرعا و 1200 موظف، وأدرج في اللوحة الرئيسية لبورصة كوالالمبور في 17 جانفي 1992.

ولكن النظام الإسلامي لم يبدأ في الإقلاع بجدية حتى آذار/ مارس 1993، عندما أدخل البنك المركزي مشروعا يعرف باسم " نظام التمويل المصرفي المجاني " (أو نظام مصرفي بدون فوائد)، حيث يسمح هذا الترتيب للبنوك التقليدية بتقديم المنتجات الإسلامية داخل مؤسساتها.²

ومع ظهور ماليزيا باعتبارها أول دولة تنفذ نظاما مصرفيا مزدوجا تتعايش فيه الأنظمة الإسلامية والتقليدية وتعمل في وقت واحد. كان مطلوبا من هذه المؤسسات أن تفصل أموالها وأنشطتها الخاصة بالمعاملات المصرفية الإسلامية عن المعاملات المصرفية التقليدية لضمان عدم وجود أي خلط بين الأموال.³

وفي عام 1997، قام بنك نيغارا الماليزي بإنشاء المجلس الاستشاري القومي للشريعة حول المصارف الإسلامية وشركات التكافل ومن بين الأهداف الأساسية لهذا المجلس كونه الجهة التشريعية الوحيدة المختصة بإسداء النصح والمشورة لبنك نيغارا، مع تنسيق القضايا الشرعية التي تخص المصرفية والتمويل الإسلامي.

وفي سنة 1999 تم إنشاء ثان بنك إسلامي عرف باسم " بنك معاملات ماليزيا برهاد"، والذي تم عن طريق مشاركة ثلاثة بنوك وهي: بنك بيمبوترا ماليزيا برهاد، بنك التجارة الماليزي برهاد، بنك بيمبوترا كونقان برهاد.⁴

وفي نفس السنة أدخل بنك نيغارا مفهوم الصيرفة المصرفية الإسلامية الذي سمح للمؤسسات المالية بعمليات النواخذ الإسلامية بتحويلها إلى بنوك إسلامية كاملة. حيث بدأ النظام المصرفي الإسلامي في ماليزيا يزدهر وأصبح أكثر قدرة على المنافسة لأنه مهد الطريق أمام البنوك الأجنبية مثل بنك التمويل الآسيوي ودار التمويل الكويتي لبدء عملياتها في ماليزيا.⁵

(1)- Sudin Haron, Norafifah Ahmad, , op cit, p : 2.

(2)- Mohamad Akram Laldin, op cit, p p: 10-11.

(3)- Mohamed Ridza Abdullah, development of islamic banking in malaysia, p : 1. Cit : http://www.ridzalaw.com.my/downloads/2011-klrca_newsletter.pdf , consult: 30-05-2017.

(4)- محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

(5)- Mohamed Ridza Abdullah, op cit, p : 1.

وفي سنة 2002 أعلن رئيس الوزراء السابق مهاتير محمد عن إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية، بهدف تطوير معايير دولية تتفق مع مخاطر المؤسسات المالية الإسلامية، ولضمان جودة واستقرار نظام التمويل الإسلامي، وتتكون هذه الهيئة من البنوك المركزية التالية: ماليزيا، السعودية، أندونيسيا، إيران، الكويت، باكستان، البنك الإسلامي للتنمية.

وفي الوقت الحاضر ماليزيا تحتوي على 19 بنك إسلامي، فيها بنكان إسلاميان عالميان، وتقدر مجموع أصولها بحوالي 68 مليار دولار أمريكي.¹

الفرع الثاني: سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سوق رأس المال الإسلامي هو أحد مكونات سوق رأس المال العام في ماليزيا. وهو يلعب دورا هاما في توليد النمو الاقتصادي للبلد. ويعمل سوق رأس المال الإسلامي كسوق موازية لسوق رأس المال التقليدي، ويلعب دورا مكتملا للنظام المصرفي الإسلامي في توسيع وتعميق الأسواق المالية الإسلامية في ماليزيا.

أولاً- مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سيتم التطرق من خلال هذا العنصر إلى التعريف بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم الخصائص التي تميزه.

1- تعريف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

عرف على أنه " السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر، وغيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية تخضع لرقابة وإشراف

المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية".²

2- خصائص سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمتاز بالخصائص التالية:³

(1) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

(2) - مرعي علي ضو وآخرون، أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية " سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي نموذجا"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، الجامعة الأسمرية الإسلامية، العدد الخامس، يونيو 2015، ص: 79.

(3) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

- يخضع سوق رأس المال الإسلامي الماليزي لرقابة المجلس الاستشاري الشرعي* وذلك للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة، باعتبارها مسئولاً عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة؛
- خلو كافة عمليات ومعاملات سوق رأس المال الماليزي من كل المحظورات الشرعية كالربا والقمار والغرر والميسر حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور وغيرها؛
- الخضوع لرقابة وإشراف الجهات المختلفة المعنية لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية طالما وأنها لم تتناقض وأحكام الشريعة الإسلامية؛¹
- التعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي أجازها وسمح بإصدارها وتداولها المجلس الاستشاري الشرعي.²

ثانياً: نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينيات عندما تم إنشاء صندوق الحجاج سنة 1962، والبداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي في ماليزيا كانت مع إنشاء أول بنك إسلامي وهو بنك إسلام ماليزيا سنة 1983، وهذا أدى إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية والمعروفة باسم نظام مصرفي بدون فوائد، كما تم توضيحه في السابق.

والتطور الحقيقي لسوق رأس المال في ماليزيا يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت أول شركة Shall MDS sdn bhd ، بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990³، لتمويل عمليات التوسع لشركة "شل" العاملة في مجال الطاقة والغاز،⁴ تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في

(*) - تتمثل أهم وظائفه في: إزالة الشبهات وغرس الثقة في نفوس المتعاملين من خلال نشر القرارات الشرعية، إجراء مناقشات دورية مع المتعاملين ومدراء السوق المالية والخبراء الشرعيين لأخذ آرائهم القيمة لتتمكن من اتخاذ القرار المناسب،.... إلخ.

(1) - رقية كساب، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجربتي ماليزيا والسودان، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أفريل 2016، ص: 15.

(2) - نفس المرجع، ص: 15.

(3) - مسعودة نصيبه، مرجع سبق ذكره، ص: 255.

(4) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه. وفي فيفري عام 1994 أسست BIMB Securities Sdn Bhd « وفقا لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 » Securities Industry Act 1983 «، وقد بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في أوت للعام ذاته، ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية.¹

مع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة. ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي Islamic Capital Market Department _ ICMD^{**} في عام 1994، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد سنة تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.²

وفي 17 أبريل تم وضع مؤشر لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة " Shariah Index "، حيث أن أكثر من ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية هي من الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة وفقا للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية. وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة و المدرجة على اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية.³

وتعد هذه التطورات الإيجابية خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق.⁴

(*)- أول سوق للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا لخدمة المسلمين وغير المسلمين والتي تأسست في عام 1994، وهي تمكن المتعاملين المسلمين وغير المسلمين من الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة والتي تتعامل فقط مع الأنشطة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

(1)- مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، 255.

(2)- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم إدارة الأعمال، غزة، فلسطين، 2007، ص: 100-101.

(**)- كان معروفا سابقا بوحدة سوق رأس المال الإسلامي، وهو يعتبر الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتم إنشاء هذا القسم لمساندة ومعاونة الهيئة في إصدار الأوراق المالية الإسلامية، ومن ضمن صلاحيات هذا القسم هو الإقرار بجميع الأمور المتعلقة بأحكام الشريعة الإسلامية، خصوصا في كل المعاملات التي تتعلق بإصدار الأوراق المالية الإسلامية.

(3)- مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

(4)- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

الفرع الثالث: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم الأدوات المتداولة فيه.

يلعب سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أهمية عظمى في تعبئة مدخرات المستثمرين المسلمين الذين لا يرغبون في استثمار أموالهم في مشاريع تخالف أحكام الدين، كما تتنوع الأدوات المتداولة فيه.

أولاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات أهمها:¹

• توفير الفرص الاستثمارية والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

يتيح سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للمستثمرين المسلمين فرصة الاستثمار في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، كما تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويتيح هذا السوق الفرصة للجهات المصدرة في إصدار أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، مثل الأسهم العادية، والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق لتعزيز ثقة جمهور المسلمين بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية.

• الإشراف والرقابة الشرعية على كافة المعاملات في السوق.

تعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية على تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي بالتعاون مع مشاركي السوق، باعتبارها الجهة الرقابية الرئيسية، حيث اعتبرت الهيئة أن من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف عملت الهيئة على جذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية، من خلال ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي، من خلال الندوات والدورات وغيرها.

• تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي: يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية الاقتصادية

الماليزية، لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم

(1) - أنظر: - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

- بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، ورقة بحثية بعنوان: أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، ص: ص:

العوائد والأرباح المشروعة بعيدا عن الربا المحرم شرعا. كما يساهم هذا السوق في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمعاملات المحرمة شرعا، وهذه الحالة قد أدت إلى تطوير النظام المالي الإسلامي في ماليزيا حيث حقق الاقتصاد الماليزي معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي.

من خلال ما سبق يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يلعب أهمية كبيرة في تطوير الاقتصاد الماليزي وتقويته، فسوق رأس المال الإسلامي يقدم العديد من الأدوات المالية الإسلامية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والبعيدة كل البعد عن جميع المحرمات التي نهانا عنها الإسلام، فهو يتيح للمستثمرين المحليين والأجانب فرصة استثمار أموالهم في مشاريع استثمارية خالية من جميع المحظورات الشرعية.

ثانيا: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

إن أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أقسام رئيسية يمكن توضيحها فيما يلي:

1- الملكية الإسلامية: تشمل الملكية الإسلامية الأدوات المالية لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وما يتعلق بالأسهم مثل صناديق الاستثمار الإسلامية، والتي يمكن نقل ملكيتها من شخص لآخر بطريقة البيع أو الهبة، وأما مؤشر الشريعة Shariah Index فلا يعد من الأدوات المالية بل هو مقياس لمعرفة أداء سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا،¹ وأهم عناصر ومكونات الملكية الإسلامية ما يلي:²

❖ **الأسهم العادية:** تتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعا، و تدرج هذه الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية، فهي عبارة عن أسهم الشركات المسموح بها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، ويمكن للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها.

❖ **صناديق الاستثمار الإسلامية.**

تعمل هذه الصناديق على تجميع أموال صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها على جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من

(1) - كساب رقية، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(2) - نبيل خليله طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 108 - 109.

اللجنة الاستشارية الشرعية وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية.

❖ **مؤشر الشريعة:** المؤشر هو رقم حسابي قياسي يعكس تطور أسعار التعامل في سوق معينة سواء بالزيادة أو النقصان، وهو مقياس للتعرف على أداء سوق الأسهم بصورة عامة. وفي البورصة الماليزية يعتمد كمؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري.

2- الصكوك الإسلامية.

وهي الصكوك المسموح بها من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية، والتي يتم إصدارها وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية، ويتم إصدار هذه الصكوك على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية كالمضاربة، المشاركة، المرابحة، الإجارة وغيرها، كما تخضع هذه الصكوك وتنفيد بأحكام بضوابط شرعية تحكم إصدارها وتداولها، وتختلف هذه الأحكام باختلاف تبعا لاختلاف العقد أو الصيغة التي صدر على أساسها الصك، ومن بين أهم خصائص هذه الصكوك أن العائد عليها يكون على أساس الربح المحقق وليس على أساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من رأس المال.¹

ويمكن تصنيف الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة كما يلي:²

❖ الصكوك الإسلامية الحكومية.

يتم إصدار هذه الصكوك من قبل الحكومة الماليزية، هي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل نفقاتها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مسبقا.

❖ الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات.

عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق.

(1) - كساب رقية، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(2) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 110 - 111.

3- خدمات الوساطة.

تلعب فئة الوسطاء الماليين دور الوسيط المالي بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي، كما تلعب هذه الفئة دورا هاما في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، حيث أن جميع معاملاتها خالية من كل العناصر المحرمة شرعا كالربا والمقامرة والاحتكار وغيرها، ومن خدماتها توفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين كن كافة الأمور المتعلقة بها.¹

وأهم أقسام خدمات الوساطة المتوفرة في هذا السوق ما يلي:²

❖ السمسرة.

السمسرة شرعا هي: " الوساطة بين البائع والمشتري في غير عقد الإجارة"، حيث توفر بعض شركات السماسرة في ماليزيا خدمة السمسرة الإسلامية، وذلك لمساعدة المسلمين وغير المسلمين من الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية، والتي تسمح بتداولها للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

❖ إدارة الاستثمار: "هي أعمال الإدارة لمحفظة الأوراق المالية التي تمارسها الشركات المحددة ذات المؤهلات والمواصفات المعينة لغرض الاستثمارات نيابة عن عملائها".

وتعمل صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا على تجميع الأموال من أصحاب المدخرات الصغيرة، لتشكيل محافظ استثمارية قائمة على مبدأ التنويع في الأدوات المالية من أجل تقليل المخاطر وتنويعها، حيث تستثمر هذه الصناديق في الاستثمارات المباحة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

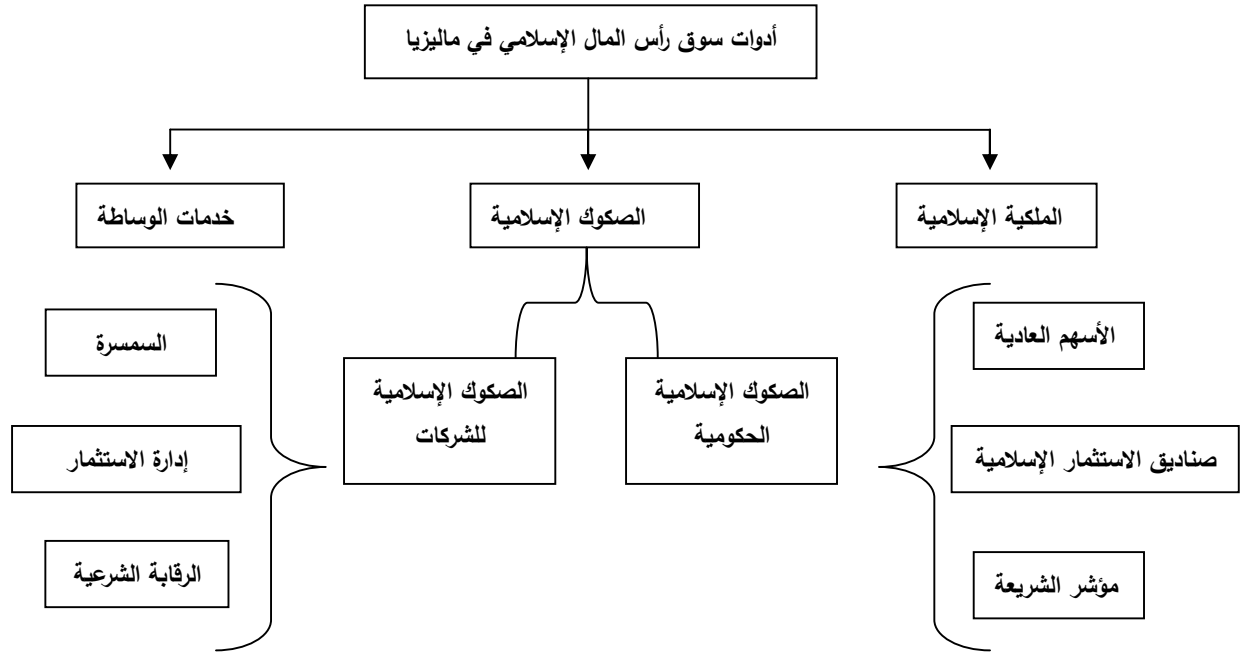
❖ الرقابة الشرعية.

يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية باعتبارها الجهة الرقابية العليا، والتي تمارس نشاطها بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتحليلها بدقة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دورا هاما في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

(1) - كساب رقية، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

(2) - نفس المرجع، ص: 16.

الشكل رقم (5) أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.



المصدر: من إعداد الطالبة.

من خلال دراستنا لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأهم الأدوات المتداولة فيه، يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو عبارة عن سوق تخلق جميع أنشطته من كافة المحظورات الشرعية التي نهانا عنها الإسلام، كالربا، الغرر، المقامرة والاحتكار....، فهو يركز على الاستثمار في مشاريع تتعامل بالأدوات المالية الإسلامية التي تتفق مع أحكام الإسلام، كما أنه يخضع للرقابة من طرف جهات رقابية شرعية تعمل على تسيير ومراقبة جميع عملياته والتأكد من أنها تعمل وفق المعايير الشرعية التي أجازها المجلس الاستشاري الشرعي.

وفيما يخص الأدوات التي يتم التعامل فيها في هذا السوق فتتقسم إلى ثلاثة أقسام رئيسية، حيث نجد أدوات الملكية والتي تنقسم بدورها إلى أسهم عادية، صناديق الاستثمار الإسلامية ومؤشر الشريعة، والنوع الثاني من هذه الأدوات يتمثل في الصكوك الإسلامية التي تنقسم هي الأخرى إلى صكوك إسلامية حكومية وصكوك إسلامية للشركات، أما النوع الثالث من هذه الأدوات فيتمثل في خدمات الوساطة، والمتمثلة في السمسرة، إدارة الاستثمار والرقابة الشرعية.

المطلب الثاني: مفهوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تخضع جميع المعاملات التي تتم على مستوى سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للرقابة الشرعية، وذلك للتأكد من أن جميع معاملاته تتم وفق أحكام الشريعة ولا تخالفها.

الفرع الأول: تعريف الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في هيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض أنشطة هذا السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت هناك حاجة ماسة لإيجاد هذه الجهة.

وفي التجربة الماليزية، فإن الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة المستحدثة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وهي الأساس الذي يعتمد عليه الكثير من مشاركي السوق لاسيما المستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.¹

الفرع الثاني: اللجان المكلفة بالرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وفي هذا الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بتأسيس:

أولاً: قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا (Islamic Capital Market Department) .

في خطوة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، اتخذت هيئة الأوراق المالية الماليزية القرار بإنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994، وهو يمثل الجهة الإدارية لهذه الهيئة في عمل الدراسات المتعلقة بأنشطة ومعاملات سوق رأس المال الإسلامي والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق،² ومن الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:³

- الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية، وبعض الأدوات التقليدية التي تتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية؛
- يعتبر مسئولاً مسؤولة كاملة عن إصدار القوانين المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي؛
- تعديل القوانين السابقة التي تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ليصبح في الإمكان تنفيذها في هذه السوق؛

(1) - محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية " ، مرجع سبق ذكره، ص: 182-183.

(2) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

(3) - محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

• دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي، وتقديم نتائج الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

ويقوم قسم سوق رأس المال الإسلامي بتقديم نتائج دراساته إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة وبذلك يستفيد متعاملي ومشاركي السوق بالقرارات الصادرة عن هذه اللجنة لاسيما الشركات المساهمة، والمستثمرون، والمؤسسات المالية والحكومية نفسها.¹

ثانيا: اللجنة الاستشارية الشرعية Shariah Advisory Council- SAC.

شهدت دراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نشاطا مكثفا بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي، وقد اتخذت هيئة الأوراق المالية الماليزية العديد من الخطوات لتحقيق أهدافها المتعلقة بتطوير هذا السوق منها إعداد سلسلة اللقاءات الفقهية بين العلماء المحليين والدوليين في الجامعات الماليزية، ومجلس الإفتاء وجمعية العلماء الماليزيين بالتعاون مع المركز الإسلامي الماليزي وغيرها.

وقد نجم عن هذه الاجتماعات واللقاءات وبدعم من وزارة المالية الماليزية، نشأة اللجنة الاستشارية الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر 1994، وعرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية «Islamic Instrument Study Group- IISG»، وتعتبر هذه اللجنة لجنة استشارية مساندة، وتتألف من المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية الإسلامية والنظام المالي التقليدي، ويساعدهم في هذا المجال خبراء في التمويل والموارد المالية والمعاملات المصرفية الإسلامية، وقد عقدت اللجنة أول اجتماع لها في 24 مارس 1995، ومنذ ذلك عقدت ثمانية اجتماعات خلال عام 1995 لمناقشة القضايا المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ونظرا للنجاح الكبير الذي حققته هذه اللجنة في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في 16 مايو 1996 وتولت مسؤوليتها الرسمية.²

(1) - مسعودة نصبه، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

(2) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

الفرع الثالث: الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

توجد مجموعة من الجهات الفرعية التي تعمل على مساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وأهم هذه الجهات: ¹

1- بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد.

وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، والحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة، وتمنع البورصة الماليزية للأوراق المالية جميع العمليات المحظورة المفضية إلى عدم استقرار السوق، وذلك بإصدار القوانين والنظم الخاصة للرقابة على كافة الأنشطة داخل البورصة وخارجها. وقد تأسست بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد في 4 ديسمبر 2003.

2- بورصة ماليزيا للمشتقات برهاد.

تم تأسيسها في 17 أبريل 1993، وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، والخيارات، والمبادلات، والعقود الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها، وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

3- بورصة المقاصة للمشتقات برهاد.

تأسست في 9 سبتمبر 1995، وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عند تبادل عقود المستقبلات والخيارات.

4- بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد.

وتأسست في 12 نوفمبر 1983، ويقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة بالبورصة الماليزية للأوراق المالية، وهي مختصة بعرض الأسعار والتعاملات المالية الإلكترونية، وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983*، ومن وظائفها الرئيسية

(1) - أنظر: - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 176-178 . - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

- Bursa Malaysia, **Sustainability Report 2016**, at the heart asean's groth, p : 5. Cit :

http://www.bursamalaysia.com/misc/system/assets/17489/Bursa_Malaysia_Sustainability_Report_2016.pdf, consult: 10-05-2017.

(*) - عبارة عن قانون لوضع أحكام بشأن البورصة والأشخاص الذين يتعاملون في الأوراق المالية، وبالنسبة لبعض الجرائم المتعلقة بالتداول في الأوراق المالية، ولأغراض أخرى متصلة بها.

معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

5- مركز لابوان للمعاملات المالية الدولية.

تأسس في 30 جويلية 1999، ووظيفته الأساسية القيام بجميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية.

6- بورصة الإيداع برهاد.

وتم تأسيسها في 26 أكتوبر 1987 وهي الجهة التي يتم من خلالها تنفيذ التعاملات للأوراق المالية دون تبادل أي شهادات بين المشتري والبائع للأسهم، وهذا النظام يستخدم لتسوية أسعار الأسهم في البورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار الشهادة، وتسوية هذه الأسعار يكون من خلال الأنظمة الالكترونية، وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم Central Depository System، حيث تعتبر هذه البورصة مسؤولة عن إدارة كافة الحسابات والرقابة على جميع الأمور المتعلقة بالمعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة ووفقا للقوانين المنظمة.

7- بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد.

والتي تأسست في 2 ماي 1986، ويتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات وأسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية.

8- بورصة ماليزيا للسندات برهاد.

تأسست في 11 أكتوبر 1994، وتدرج في هذه البورصة كل من السندات الحكومية وسندات الشركات، ويقد عمل هذه البورصة البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات وإرشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات، أما هيئة الأوراق المالية هي السلطة الأساسية التي تنظم وتطور سوق السندات في ماليزيا.

9- بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد.

تأسست في 15 أبريل 2009، وذلك من أجل تمكين المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير وتسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الشكل رقم (6) يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا برهاد.



المصدر:

- Bursa Malaysia, **Sustainability Report 2016**, at the heart asean's growth, p : 5. Cit :

http://www.bursamalaysia.com/misc/system/assets/17489/Bursa_Malaysia_Sustainability_Report_2016.pdf , consult: 10-05-2017.

من خلال ما سبق ذكره، يمكن القول أن جميع معاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تكون خاضعة للرقابة الشرعية، و ذلك من خلال جهتين رقابيتين في هيئة الأوراق المالية الماليزية هما اللجنة الاستشارية الشرعية و قسم سوق رأس المال الإسلامي، حيث تلعب هذه الجهات الرقابية دورا هاما في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وفي إصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الثالث: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية والرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة العليا لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فهي تلعب دورا رئيسيا في دفع وتنمية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فهي الجهة الرقابية في ماليزيا التي تعمل على التحقق من جميع عمليات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وذلك من خلال جهتين رقابيتين هما اللجنة الاستشارية الشرعية وقسم سوق رأس المال الإسلامي.

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

أولا- تعريف هيئة الأوراق المالية الماليزية.

أنشئت في 1 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية لعام 1993، وهي هيئة قانونية

ذات تمويل ذاتي وهي الجهة العليا لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتقوم هذه الهيئة بالوظائف التالية:¹

✓ الإشراف والرقابة على السجلات وعمليات التبادل وبيت المقاصة والإيداع المركزي؛

✓ تسجيل نشرة الاكتتاب لجميع الشركات المدرجة في البورصة الماليزية للأوراق المالية؛

✓ الموافقة والسماح بإصدار سندات الشركات

✓ تنظيم جميع المسائل المتعلقة بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) وعقود المشتقات المالية؛

✓ تنمية سوق الأوراق المالية الماليزية؛

✓ تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بصندوق الاستثمار المالي.

وكل هذه المهام المنسوبة إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية تدعم وتؤكد مسؤوليتها في توفير حماية

للمستثمرين، كما أنها ملزمة أيضا بتشجيع وتطوير أسواق الأوراق المالية والمشتقات المالية في ماليزيا.

(1) - أنظر: - محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، قسم سوق المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية

العالمية للبحوث الشرعية، مركز الملك فهد للمؤتمرات الفندق القاري، الرياض، 25 أكتوبر 2008، ص: 9.

- Securities Commission Malaysia, **What We Do**, Cit : <https://www.sc.com.my/about-us/what-we-do/>, consult : 25 may 2017, 20 :30.

ثانيا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تلعب هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا هاما في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وذلك وفق استراتيجيات واضحة ومحددة لكي تصبح بديلا شرعيا للأسواق التقليدية، ومن أهم الإستراتيجيات التي انتهجتها الهيئة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ما يلي:

1- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة والحوار وكل ما يتعلق بتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات والمناقشات والحوارات الدورية بينهم وبين متعلمي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من معاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية ومدى التزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الماليزية التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة.¹

2- التخطيط للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي.

عرضت هيئة الأوراق المالية الماليزية عام 2001 خطة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، حيث احتوت الخطة على ستة أهداف رئيسية وأطلق عليها اسم الخطة الشاملة، وكان الهدف الرئيسي المستقبلي لهذه الخطة الإستراتيجية الممتدة من 2001 إلى غاية 2010 هو الوصول بماليزيا كمركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.²

ولتحقيق هذا الهدف تمثلت الإستراتيجيات فيما يلي:³

- توفير المنتجات والخدمات التنافسية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وهذا بصفة دائمة ومستمرة؛
- العمل على خلق سوق فعالة لتعبئة الصناديق الإسلامية بكفاءة وفعالية؛
- التحقق من أن ماليزيا لديها الإمكانيات التنظيمية والضريبية والمحاسبية التي تتماشى مع سوق رأس المال الإسلامي؛
- العمل على الحصول على اعتراف دولي يعتبر وأن ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي؛

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

(2) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

(3) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

3- تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية.

من بين مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية، «International Organization Of Securities Commission*»، لما تقوم به من دور في تنشيط والنهوض بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.¹

4- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.

حيث أصدرت الهيئة التعليمات والتشريعات اللازمة، وتحرص على تقديم توجيهات وإرشادات لكافة المتعاملين لحماية حقوقهم²، ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما يلي:³

• **التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار:** أصدرت هيئة الأوراق المالية التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002 والتي تم مراجعتها في 01/06/2010، والتي تقضي بضرورة تقديم التعليمات المتعلقة بحماية المستثمرين والإجراءات المتخذة لذلك، وقد تم إصدار قانونين تتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا وهما:⁴

- **البند رقم 18:** والذي ينص على أن تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية المعينة فيه، وهذا البند تم تطبيقه بالفعل في 2003.

- **البند رقم 19:** تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة المتعلقة بالمعاملات فيها، وقد تم تطبيقه بالفعل في جويلية 2002.

• **التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية:** من بين الأعمال المبذولة من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، هو إصدارها لتعليمات خاصة بالأوراق المالية الإسلامية- الصكوك - في سنة 2004 وتم مراجعتها في 2011 و 2012، وذلك ضمن خطتها لتنشيط سوق رأس المال الإسلامي على التداول في مثل هذه الأوراق، خاصة وأنها لاقت الترحيب والموافقة من طرف المستثمرين الماليزيين وحتى للأجانب، لذا وجب إصدار هذه التعليمات والإرشادات لتوجيه المتعاملين في السوق.

(1) - مسعودة نصيبه، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

(*) - هي الهيئة الدولية التي تجمع بين منظمي الأوراق المالية في العالم ويتم الاعتراف بها كمعيار عالمي لقطاع الأوراق المالية، كما أنها تطور وتنفذ وتعزز التقيد بالمعايير المعترف بها دوليا لتنظيم الأوراق المالية.

(2) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

(3) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 181-182.

(4) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

5- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تلعب الهيئة دورا بارزا وفعالا في التوعية والمعرفة بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى جمهور المسلمين لاسيما المتعاملين في السوق والموظفين فيه، والباحثين والمحللين المحليين والأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي، وذلك من خلال مشاركة الهيئة في الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات المحلية والدولية.

كما أنشأت الهيئة مركزا لتطوير صناعة الأوراق المالية وهو مسئول عن عقد الندوات والمؤتمرات وتجميع المعلومات العامة المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للهيئة ذاتها، كما أنشئت الهيئة المكتبة المختصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال، بالإضافة إلى توفير المناقشات الدورية لطلبة الجامعات المحلية، وقد ظهر دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال الخطوات السابقة.¹

الفرع الثاني: الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى دور الرقابة الرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ودور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية.

أولا: دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة، وتقدم الاستشارات وإصدار القرارات، كما تعمل على تطوير الأدوات المالية والرد على استفسارات المتعاملين ومن أبرز هذه المهام ما يلي:²

1- الرقابة.

تمتلك هذه اللجنة السلطة المطلقة في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاتها تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية على إبداء الرأي الشرعي في تطوير موارد الأموال الإسلامية وأدواتها وفقا للشريعة الإسلامية.

2- مركز للاستشارة والمراجعة.

وتعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بصورة شاملة، وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في

(1) - نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص ص: 117-118.

(2) - أنظر: -- محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 184-185. - أنظر أيضا: -نصبه مسعودة،

مرجع سبق ذكره، ص ص: 273-274.

إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذه السوق إن طلب منها ذلك، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، كما أنها مسؤولة أيضا عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ولها دور آخر يتمثل في وضع توجيهات أساسية فيما يتعلق بتعاملات الأوراق المالية غير المشروعة، والسماح بممارسة مبادئ الشريعة وضوابطها في إصدار الصكوك الإسلامية.

3- الجهة الوحيدة في إصدار القرارات.

وذلك فيما يتعلق بكافة القضايا الشرعية المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، لتوجيه جمهور المسلمين، وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من مخالفة الآراء الشرعية للفقهاء الماليزيين.

4- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية.

تتولى هذه اللجنة طوال العام مهمة الرد على الأسئلة المطروحة والاستفسارات الفقهية التي لها علاقة بسوق رأس المال الإسلامي، لاسيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، وهذه الأسئلة والاستفسارات توجه إليها من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية وسائر الباحثين أو الموظفين فيها، وشركات المساهمة والمستثمرين، والحكومة الماليزية نفسها، وجمهور المسلمين ليعرفوا جميعا مدى التزام هذا السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

5- توعية العاملين والمتعاملين.

حيث تقوم هذه اللجنة بالتوعية والتعريف عن النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، لاسيما العاملين والمتعاملين فيه، وذلك بعقد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات للاستفادة من البحوث والدراسات والمناقشات فيها، كما تتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة والخبرات في كل القضايا المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية، بجانب إمكانية ممارسة أسس الشريعة في المعاملات والأدوات المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، ويكون ذلك من خلال توضيح عملية إصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها وتشجيع المستثمرين المسلمين المحليين للاستثمار فيها.

هذه مهام اللجنة الاستشارية الشرعية بصورتها العامة أما من جهة الأدوات فاعتمدت اللجنة اتجاهين

أساسين هما:

- دراسة وتقييم الأدوات المالية التقليدية وفقا لأحكام الشريعة: اتخذت اللجنة هذا الاتجاه من خلال تحليل وتقييم بعض الأدوات المالية القائمة في سوق المال التقليدي، والتي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية بشروط معينة، وعلى سبيل المثال نذكر منها: الأسهم العادية، وعقود المستقبلات لزيت النخيل الخام، لذلك

كانت هناك ضرورة لتقليل التعامل بالأدوات المالية التقليدية وزيادة الأدوات المالية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

- **تفعيل الأدوات المالية الشرعية:** ويكون ذلك عن طريق تشكيل الأدوات المالية الإسلامية، التي لا يتعامل بها في سوق رأس المال التقليدي في ماليزيا، إنما يتم تداولها في سوق مستقلة أي سوق رأس المال الإسلامي وتلعب اللجنة دورا عظيما في دراسة الأدوات المالية الشرعية بالتعاون مع جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية (قسم سوق رأس المال الإسلامي).

ثانيا- دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إصدار الصكوك الإسلامية.

تلعب اللجنة الاستشارية الشرعية دورا هاما في تنظيم عمليات إصدار الصكوك الإسلامية، ومعاونة قسم سوق رأس المال الإسلامي في إصدار وتوثيق وتقديم التوجيهات والإرشادات المتعلقة بالقضايا الشرعية، بالإضافة إلى ذلك يتم تقديم جميع طلبات إصدار الصكوك إلى مستشار شرعي رئيسي، متخصص في شؤون الصكوك الإسلامية وفقه المعاملات.¹

وتتم عملية تعيين المستشار الشرعي بالتوافق مع هيئة الأوراق المالية الماليزية وفقا للشروط التالية:²

- ✓ أن لا يكون مفسا؛
- ✓ أن لا يكون قد ارتكب جريمة ناشئة عن الإجراءات الجنائية؛
- ✓ أن يكون حسن السيرة والسلوك؛
- ✓ أن يمتلك المؤهلات والخبرات الضرورية، لاسيما في فقه المعاملات، وفقه الشريعة الإسلامية، وثلاثة سنوات من الخبرة كحد أدنى في المجال المالي الإسلامي.

وذلك حتى يتحمل المسؤولية في في إبداء الحكم المناسب والرأي الشرعي للشركات الخاصة في المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية، والتأكد من أنها تلتزم بمبادئ الشريعة والقرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية من وقت لآخر.

دور المستشار الشرعي: للمستشار الشرعي دور في إرشاد المصدر وتوجيهه في كل الجوانب المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية، ويعتبر دور المستشار الشرعي جوهريا، في المصادقة إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، ومن أهم المجالات التي يمكن التركيز عليها:³

(1)- محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

(2)- نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

(3)- نفس المرجع، ص: 141.

أ- تحضير المسودة الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية.

تتولى الجهة المصدرة (الشركة الخاصة) تحضير المسودة الخاصة قبل إصدار الصكوك الإسلامية، وهذا يستوجب تعيين المستشار الشرعي لإعطاء الرأي الشرعي المتعلق بإصدار هذه الصكوك والتأكد من التزام الجهة المصدرة بأحكام الشريعة الإسلامية وضوابطها، كما يستوجب على المستشار الشرعي إعطاء مشورته فيما يخص الوثائق اللازمة لإصدار الصكوك، كما يستوجب عليه إعطاء الملاحظات والمخالفات إن وجدت، وإعطاء الرأي الشرعي المتعلق بخصائص هيكل الصكوك لمعرفة مدى التزامها بمبادئ الشريعة.

ب- عملية إصدار الصكوك الإسلامية.

إن عملية إصدار الصكوك الإسلامية هي جوهر المعاملة المقترحة من الجهة المصدرة، ولهذا يقوم المستشار الشرعي القيام بفحص العملية بدقة، وبعدها يقوم بدور هام وهو إبداء الحكم والرأي الشرعي المناسب للتأكد من أن كافة الأمور المتعلقة ببنية هذه الصكوك وإصدارها مطابقة للضوابط الشرعية، حيث على المستشار الشرعي أن يتأكد من إفصاح المعلومات الشرعية في طلب إصدار الصكوك الإسلامية، وتشمل المعلومات ما يلي:¹

- نوع الأصول المراد تصكيكها والتي ستسمح بتمويل الشركة؛
- الهدف الجوهرى من استخدام الموارد المالية المتحصلة من الصكوك الإسلامية؛
- بيان التسهيلات التمويلية الإسلامية التي عليها مبادئ الشريعة الإسلامية، وقيمة البيع والشراء وحساب نسبة الربح أو حصة الاشتراك في الربح؛

ج- كافة الأمور الإدارية والتشغيلية.

تحاط عملية إصدار الصكوك الإسلامية بكثير من الأمور الإدارية والتشغيلية المتعلقة بالعملية، فتنحتاج إلى وضوح وشفافية الشركة المصككة للأصول، وهذا حتى يتمكن المستشار الشرعي من إبداء الرأي الشرعي حول هذه الأمور، وتشمل الأمور التشغيلية تدقيق وفحص نشاط الشركة التجارية بصورة مستمرة من وقت لآخر، وكذلك متطلبات افتتاح الحساب أو تقييم الأصول، والحصول على آراء قانونية وشرعية ومدى احترام نسبة الأعمال المحرمة ومدى تقيدها بها، وهذا حتى يتأكد المستشار الشرعي من مطابقة هذه الأمور لأحكام الشريعة الإسلامية وإرشادات اللجنة الاستشارية.

من خلال ما سبق ذكره يمكن القول أن هيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دورا هاما في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وذلك باعتبارها الجهة الرقابية العليا في ماليزيا، حيث تقوم بدورها في الرقابة

(1) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

الشرعية من خلال المجلس الاستشاري الشرعي وقسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا الذين ينتميان إليها، حيث تعمل تلك الجهات الرقابية بدراسة ومراقبة جميع عمليات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للتأكد من أنها تتم وفقا للضوابط الشرعية المنصوص عليها، وأنها خالية من جميع الشبهات.

المبحث الثاني: تقييم تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في صناعة الصكوك الإسلامية.

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من أكبر الأسواق العالمية من حيث تنوع الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيه، حيث تمكن من استقطاب المستثمرين من مختلف أنحاء العالم وليس فقط المستثمرين الماليزيين، وخاصة المستثمرين المسلمين الذين لا يرغبون في استثمار أموالهم في مشاريع محرمة شرعا، فهو يتيح للمستثمرين العديد من الفرص الجوهرية لاستثمار أموالهم فيما لا يخالف الشرع.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية التي يتم إصدارها وتداولها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تختلف أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا باختلاف هيكلتها، وهذه الصكوك هي عبارة عن الصكوك التي تم الموافقة عليها من طرف هيئة الأوراق المالية في ماليزيا. الفرع الأول: تطور سوق الصكوك في ماليزيا.

بدأت سوق الصكوك الماليزية مع حجم بسيط في 1990 وهي الآن تنمو على نحو متزايد وبأحجام متطورة وهذا التطور واضح في أكبر إصدارات الصكوك التي بلغت قيمتها مؤخرا حوالي مليارات الدولارات. شهدت صناعة الصكوك العالمية نموا هائلا منذ أكثر من عشر سنوات في ماليزيا وهي الآن محور تطوير النظام المالي الإسلامي بسرعة. وقد ارتفع حجم سوق الصكوك العالمية بما في ذلك الصكوك المقومة بالعملة المحلية من 336 مليون دولار أمريكي (1.3 مليار رنجيت ماليزي) سنة 2000 إلى ما يقدر بنحو 82 مليار دولار أمريكي (281 مليار رنجيت ماليزي) في نهاية عام 2007 بمتوسط معدل نمو سنوي قدره 40%¹. بدأت أول صكوك في عام 1990 بإصدار 125 مليون دولار أمريكي (30 مليون دولار أمريكي) من "الصكوك بثمن آجل" من قبل شركة شل الحكومية بماليزيا.

في كانون الأول/ديسمبر 2001 أصدرت شركة Kumpulan Gutgrie الحكومية في ماليزيا أول نوع من صكوك الإجارة، حيث تم إصدار 150 مليون دولار أمريكي صكوك إجارة. في عام 2002 أصدرت الحكومة الماليزية صكوك إجارة بقيمة 600 مليون دولار أمريكي، تم إدراجها في بورصة لوكسمبورغ، وتم تصنيفها من قبل Standard & Poor's* و Moody's².

(1)- Mohamad Zaid Mohd Zin And Others, *The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market*, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12), 2011, p: 474-475.

(2)- Azmi Omar, *Sukuk Market and Its Recent Developments*, islamic research and training institute, 11 August 2015, p p : 3-4.

(*)- هي شركة تابعة لماكجرو هيل McGraw-Hill الأمريكية التي تنشر التحليل المالي عن الأسهم والسندات، وهي واحدة من أهم ثلاث وكالات التصنيف الائتماني الكبرى في العالم مع Moody's و Fitch Ratings.

في سنة 2003 أصدرت شركة Ambang Sentosa Sdn Bhd، لأول مرة صكوك إسلامية مدعومة بأصول، بالإضافة إلى تشجيع الحكومة الماليزية عن طريق السماح بخصم تكاليف إصدار الصكوك الإسلامية التي تم إصدارها وفق صيغة الاستصناع من ميزانيتها لسنة 2004، كما تم أيضا حل لمشكلة الضريبة على الصكوك كما هو الحال في السندات. وفي سنة 2005 أكبر عملية إصدار للصكوك بالعملة المحلية، بقيمة 760 مليون رينجت ماليزي، وإصدار لأول صكوك المشاركة في ماليزيا بقيمة 2.5 مليار رينجت ماليزي. في سنة 2007 إصدار لأول صكوك مختلطة من طرف Malakoff C.Bhd بقيمة 1.7 مليار رينجت ماليزي.¹

الفرع الثاني: أنواع الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تختلف أنواع الصكوك المصدرة في ماليزيا باختلاف صيغتها وهيكلتها، فنجد صكوك المرابحة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإستصناع، صكوك الإجارة، وهذا ما سيتم توضيحه فيما يلي:

أولا: صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة.

معظم الصكوك الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا قائمة على عقود المداينات مثل صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة، وإصدار هذه الصكوك قائم على البيع بالثمن الآجل والذي يعرف بأنه: «العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بثمان مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين». أو المرابحة وتعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل، حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين".²

وكما نلاحظ أن تعريف صكوك المرابحة في ماليزيا يختلف عن التعريف الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية حيث عرفت على أنها: " وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك". والمصدر لتلك الصكوك هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكتتبون فيها هم المشترون للبضاعة وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها.³

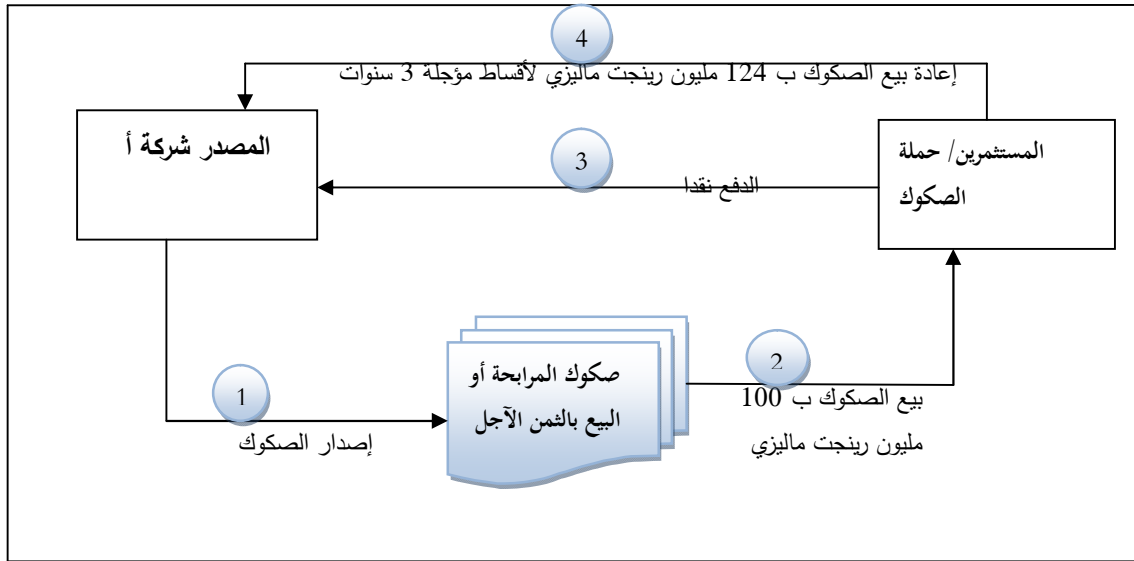
(1) - محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص ص: 192-193.

(2) - صالح مفتاح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة، الجزائر، العدد الثالث عشر، جوان 2013، ص: 285.

(3) - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 239-241.

وصكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة في ماليزيا قائمة على عملية بيع العينة*، وبتاريخ 29 جانفي 1997 وافقت كل من اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية واللجنة الاستشارية الشرعية للبنك المركزي في ماليزيا على جواز ممارسة بيع العينة في الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في ماليزيا خاصة على صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك المرابحة.¹

الشكل رقم (7): هيكل صكوك بالبيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا.



المصدر: بالاعتماد على:

- Hafiz Majid Ab. Rashid, *An Exploratory Study On The Understanding And Accounting For Islamic Bonds : Perspectives Of Malaysian Bank Managers*, International University Malaysia, 6th December 2005, p : 23.

من خلال الشكل أعلاه يمكن استنتاج آلية إصدار صكوك المرابحة/ البيع بئمن آجل في ماليزيا كما يلي:

1. تقوم الشركة "أ" التي تتولى عملية إصدار الصكوك بإصدار صكوك البيع بئمن آجل أو المرابحة؛
2. بعد إصدار الصكوك تقوم الشركة "أ" ببيعها إلى المستثمرين (حملة الصكوك) بسعر 100 مليون رينجت ماليزي (100 مليون رينجت هي المديونية التي تم إنشاءها من المعاملات السابقة).
3. يقوم المستثمرين (حملة الصكوك) بدفع المبلغ نقدا؛
4. قيام المستثمرين (حملة الصكوك) بإعادة بيع الصكوك إلى المصدر بئمن أعلى من الأول ب 124 مليون رينجت ماليزي تدفع على أقساط مؤجلة خلال 3 سنوات.

(1) - صالح مفتاح، مونية سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 285.

(*) - بيع سلعة بئمن مؤجل ثم شرائها من المشتري بئمن مؤجل أقل مما باعها به. كما عرفها الشافعية: بيع عين بئمن كثير مؤجل يسلمها ثم يشتريها بنقد يسير ليبقى الكثير في ذمته. أما المالكية فعرفوها بأنها: بيع من طلبت منه سلعة وليست عنده لطالباها بعد أن يشتريها.

كما نلاحظ أن إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا قائم على بيع العينة وعلى تصكيك الدين النقدي لأنه يتم من الجهة المصدرة للحصول على النقد وليس للحصول على السلع.

وبعد استعراضنا لهيكل إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة في ماليزيا والتي تقوم على عملية بيع العينة، نقوم بعرض آراء الفقهاء في بيع العينة فهناك من يقول بعدم جوازها وهناك من يقول بالجواز .

1- المذهب الأول: أن هذا البيع غير جائز وهو باطل لا يترتب عليه أي أثر من آثار العقد الصحيح، وإليه ذهب كل من جمهور الحنفية والمالكية والحنابلة.¹

واستدلوا بما يأتي:- ما روي عن عبد الله بن عمر بن الخطاب رضي الله عنه: قال سمعت رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: " إذا تبايعتم بالعينة وأخذتم أذناب البقر ورضيتم بالزرع وتركتم الجهاد، سلط الله عليكم ذلا لا ينزعه حتى ترجعوا إلى دينكم"²

والحديث واضح من نهيه صلى الله عليه وسلم وتحريمه لجملة من الأمور منها بيع العينة.

وفي حديث روي عن مالك؛ " أنه بلغه أن صكوكا خرجت للناس في زمان مروان بن الحكم. من طعام الجار* فتبايع الناس تلك الصكوك بينهم، قبل أن يستوفوها، فدخل زيد بن ثابت ورجل من أصحاب رسول الله صلى الله عليه وسلم على مروان بن الحكم. فقالا: أتحل بيع الربا يا مروان؟ فقال: أعوذ بالله، وما ذاك؟ فقالا: هذه الصكوك تبايعها الناس ثم باعوها قبل أن يستوفوها. فبعث مروان الحرس يتبعونها. ينزعونها من أيدي الناس. ويردونها إلى أهلها."³

وما روي عن أبي هريرة رضي الله عنه قال: قال النبي صلى الله عليه وسلم: " من باع بيعتين في بيعة واحدة فله أوكسها أو الربا"⁴ ووجه الدلالة أن للعلماء في تفسير هذا الحديث رأي وهو:

• أن يقول: ابتعتها بمائة إلى سنة على أن أشتريها منك بثمانين حالة. فإنه إما أن يأخذ الثمن الزائد فيري، أو الثمن الأول فيكون هو أوكسهما وهو عن قوله صلى الله عليه وسلم " فله أوكسهما أو الربا ". وفيها تصور صفتين بصفقة، فإنه قد جمع صفتي النقد والنسيئة معا في صفقة واحدة ومبيع واحد، وهو قد قصد بيع دراهم حالة بدراهم مؤجلة أكثر منها، ولا يستحق إلا رأس ماله، وهو أوكس الصفقتين فإن أبي إلا الأكثر كان قد أخذ الربا.⁵

(1)- أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، مرجع سبق ذكره، باب النهي عن بيع العينة، ص: 1578.

(2)- نفس المرجع.

(3)- الموطأ، لمالك بن أنس رضي الله عنه، مرجع سبق ذكره، ص: 641.

(*)- موضع بساحل البحر يجمع فيه الطعام ثم يفرق على الناس بصكاك.

(4)- أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، مرجع سبق ذكره، باب فيمن باع بيعتين في بيعة واحدة ص: 1577.

(5)- عبد العظيم أحمد عدوان، بيع العينة وحكمه في الإسلام، مجلة الفتح، العدد الثاني والثلاثون، 2008، ص: 7.

وما عن الأوزاعي أنه قال: قال رسول الله ﷺ: " يأتي على الناس زمان يستحلون الربا بالبيع " ¹.

2- المذهب الثاني: أن التعامل بالعينه جائز وإليه ذهب الشافعي وأصحابه. ²

وقد استدلووا بقولهم هذا من قوله تعالى: ﴿ وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا ﴾ ³.

وفي الأخير وبعد عرضنا لرأي القائلين بجواز بيع العينه والقائلين بالعدم فجمهور الفقهاء (الحنابلة والحنفية والمالكية) يقولون بعدم جواز بيع العينه لأنه يكون ذريعة إلى الربا. وأما الشافعية فيقولون بجواز بيع العينه وقد استدلووا في ذلك أدلة من الكتاب.

حكم تصكيك الدين النقدي: اتفق الفقهاء على عدم جواز تصكيك الدين، وعدم جواز تداوله في السوق الثانوية، سواء بيع نقد بنقد معجل من جنسه، لأنه ينطوي على ربا الفضل وriba النسيئة، أم بيع بنقد معجل من غير جنسه لاشتماله على ربا النسيئة لسريان أحكام الصرف عليه، ولا يجوز توريق دين المرابحة المؤجل وتداوله في السوق الثانوية، أو عن طريق البيع المباشر بنقد معجل أقل منه، إذ يعد ذلك من الربا. ⁴

الجدول رقم (4): تطور إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل أو المرابحة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-

2016.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
نسبة صكوك % المرابحة	10	33	12.7	38.27	33.5	9.4	19	1.3	0.4	8.2	9	55	32	79	66	85
نسبة صكوك البيع بالثمن الآجل	77	67	40.8	56.88	36.3	6.2	2	3.1	-	0.2	-	-	-	-	-	-
نسبة صكوك المرابحة/ صكوك البيع بالثمن الآجل	87	100	53.5	95.15	69.8	15.6	21	4.4	0.4	8.4	9	55	32	79	66	85

Source :- securities commission malaysia annual raport : (2002,(2001-2002), p :2-26), (2003,p:2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .

-Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

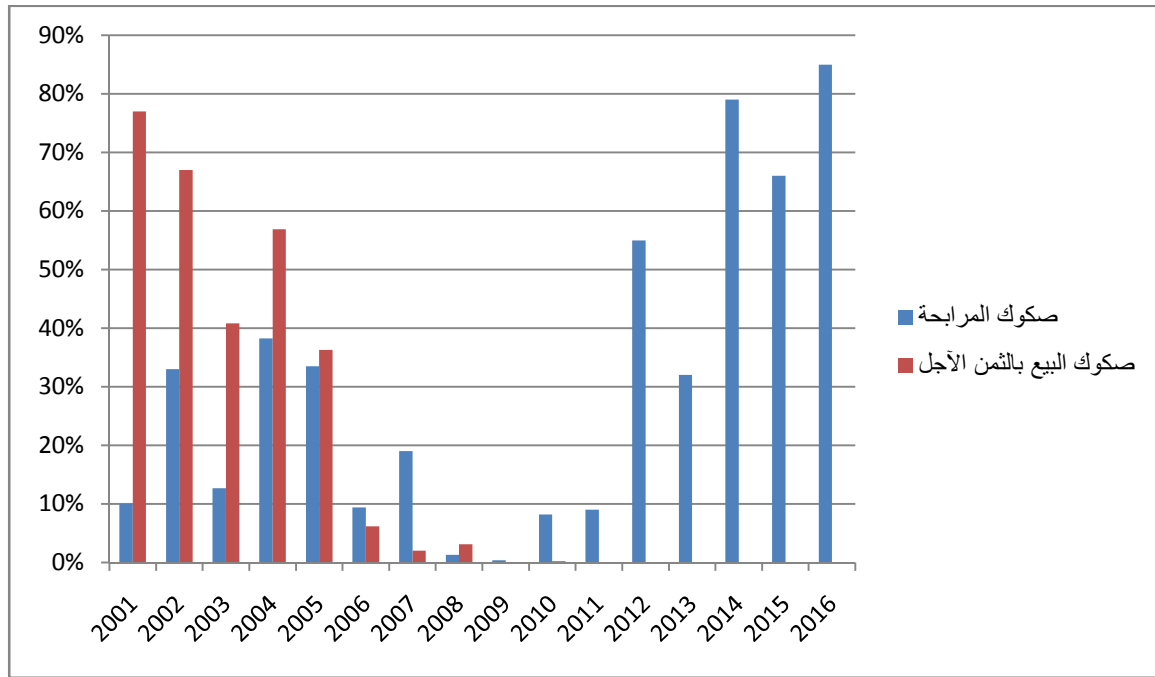
(1)-ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين عن رب العالمين، المجلد الخامس، العينة، دار ابن الجوزي، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 1423، ص: 80.

(2)- أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، مرجع سبق ذكره، باب النهي عن بيع العينه، ص: 1578.

(3)- سورة البقرة، الآية 275.

(4)- منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الأول، المجلد 29، دمشق، سوريا، 2013، ص: 231.

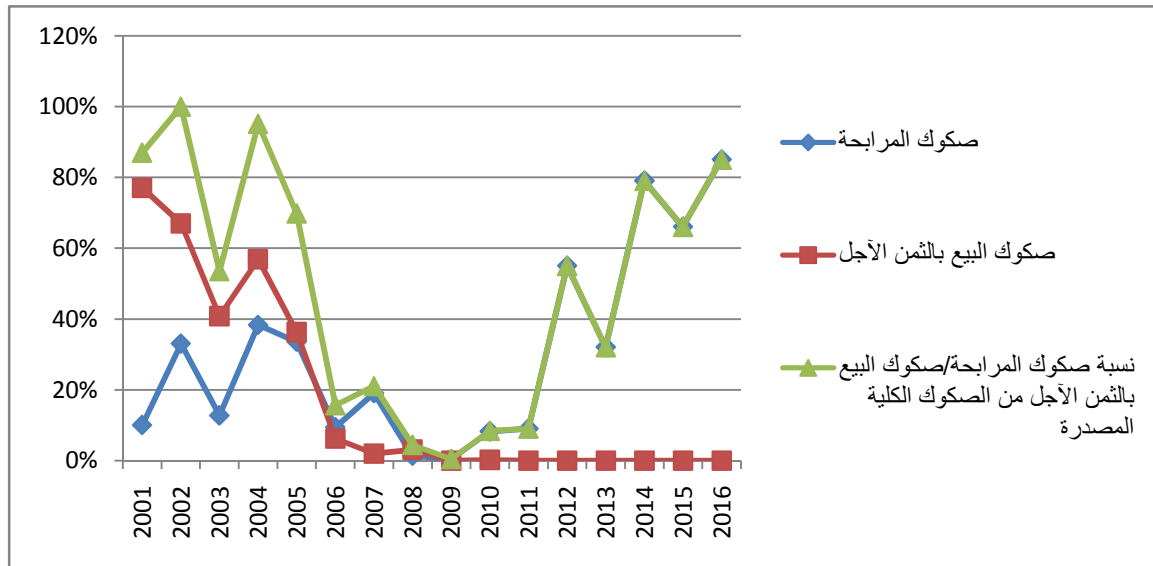
الشكل رقم (8): تطور إصدار صكوك المرابحة/ البيع بالثمن الآجل في ماليزيا خلال الفترة 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4).

الشكل رقم (9): تطور نسبة إصدار صكوك المرابحة/ البيع بالثمن الآجل من الصكوك الكلية المصدرة في

ماليزيا خلال الفترة 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4).

نلاحظ من الجدول والرسمين البيانيين الموضحين أعلاه ما يلي:

- خلال السنتين 2001 و 2002 أن صكوك المرابحة وصكوك البيع بالثمن الآجل تشكل النوعين الرئيسيين في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، والتي شكلت نسبتي 87% و 100% على التوالي حيث بلغت نسبة إصدار صكوك البيع بالثمن الآجل ذروتها في عام 2001 بنسبة 77%، وهذا لسهولة

تصكيك هذين النوعين ولإقبال المستثمرين المسلمين في ماليزيا عليها باعتبارها أدوات مالية إسلامية يمكن التمويل بها دون مخالفة أحكام الدين.

▪ تراجع نسبة إصدار كل من صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل في سنة 2003 لتبلغ نسبة 53.5%، وهذا راجع لظهور نوع آخر من الصكوك (صكوك الاستصناع)، ثم تعود بقوة سنة 2004 حيث بلغت نسبة 95.15% من إجمالي إصدارات الصكوك في ماليزيا وهذا دليل على عودة الماليزيين للاستثمار في هذين النوعين بقوة.

▪ لتتراجع هذه النسبة مجددا خلال الفترة من 2005 - 2011 لتبلغ 9% سنة 2011 مع بداية في انعدم إصدار صكوك البيع بئمن آجل ابتداء من 2011 ويعود ذلك لإصدار أنواع أخرى من الصكوك مثل صكوك المضاربة، المشاركة، الإجارة والاستصناع.

▪ لتعود صكوك المرابحة بقوة من جديد ابتداء من 2012 لتبلغ نسبة 55، 32، 79، 66، 85 على التوالي خلال 2012، 2013، 2014، 2015، 2016 من إجمالي إصدارات الصكوك في ماليزيا.

ثانيا: صكوك الاستصناع.

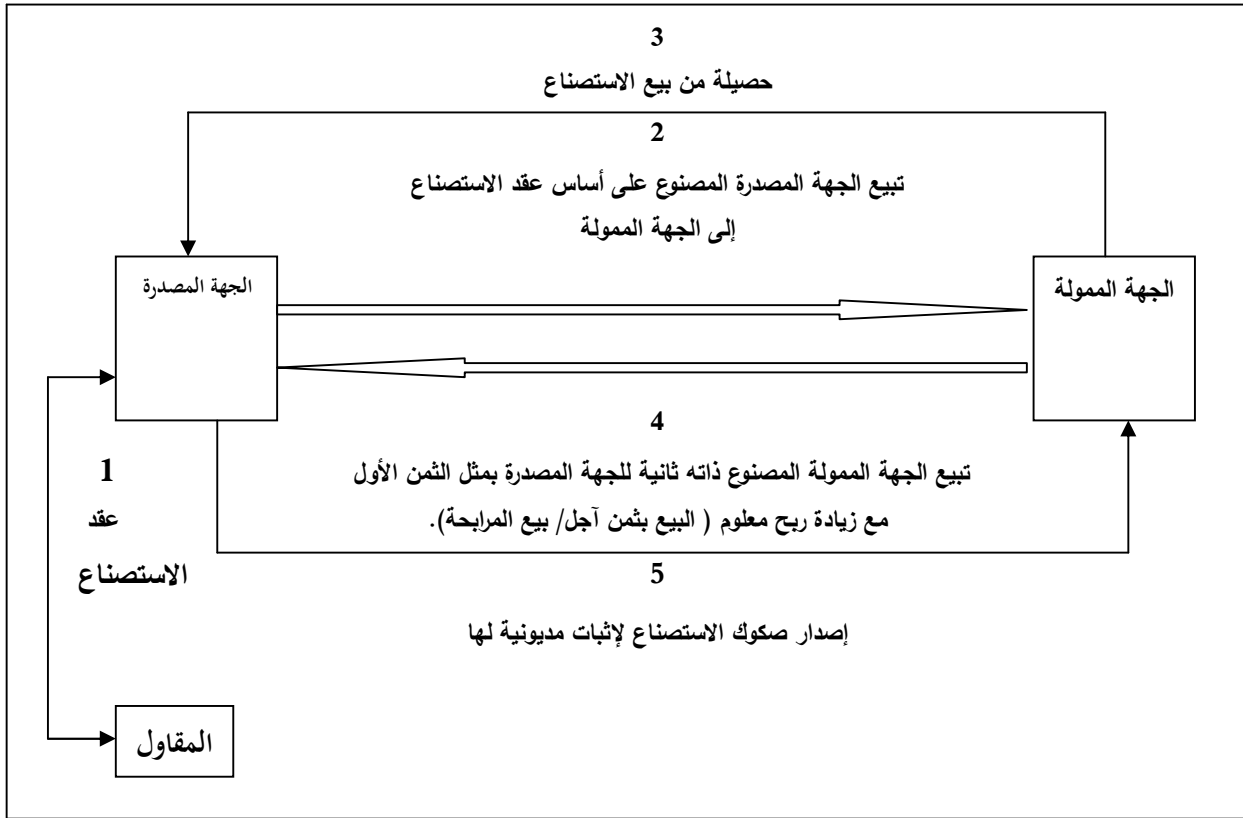
تعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ويمكن تعريف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية على أنها " الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول المستصنعة، ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة " المستصنع" للجهة الممولة".

حيث لا يوجد تعريف واضح لصكوك الاستصناع في ماليزيا، وإنما ركز التعريف على إثبات المديونية

بإصدار صكوك الاستصناع وركزت لجنة الأوراق المالية الماليزية على تعريف عقد الاستصناع.¹

(1) - صالح مفتاح، سلطان مونية، مرجع سبق ذكره، ص: 287.

الشكل رقم: (10) هيكل صكوك الاستصناع في ماليزيا.



Source : khairuddin zakaria, **islamic capital market**, ICM03-the sukuk market, p : 14. Go cite : <http://www.utar.edu.my/fbf/file/ICM03-The%20Sukuk%20Market.pdf> , consult : 10-05-2017 .

ومن خلال الشكل أعلاه يمكن توضيح خطوات إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا كالآتي:

1. يتم في البداية إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة والمقاول على شيء موصوف مثلا بناء سفن (المصنوع)؛
2. تقوم الجهة المصدرة ببيع المصنوع إلى الجهة الممولة نقدا بثمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع؛
3. تقوم الجهة الممولة بدفع تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلا، وفي هذه الحالة تدفع الجهة المصدرة للمقاول نقدا لقيام بصناعة المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب المقاول يكون تابع للجهة المصدرة؛
4. الجهة الممولة تقوم بإعادة بيع المصنوع ذاته للجهة المصدرة فورا بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقا لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو المرابحة؛
5. ولإثبات أن الجهة المصدرة سوف تلتزم بسداد ثمن شراء المصنوع، فإنها تصدر صكوك الاستصناع وتسلمها إلى الجهة الممولة كإثبات مديونية لها على الجهة الممولة.

ومن خلال عرضنا لمراحل إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا تبين لنا أن هذه الصكوك يتم إصدارها من خلال البيع بثمن آجل والمرابحة أي من خلال تصكيك الدين النقدي والمحرم شرعا.

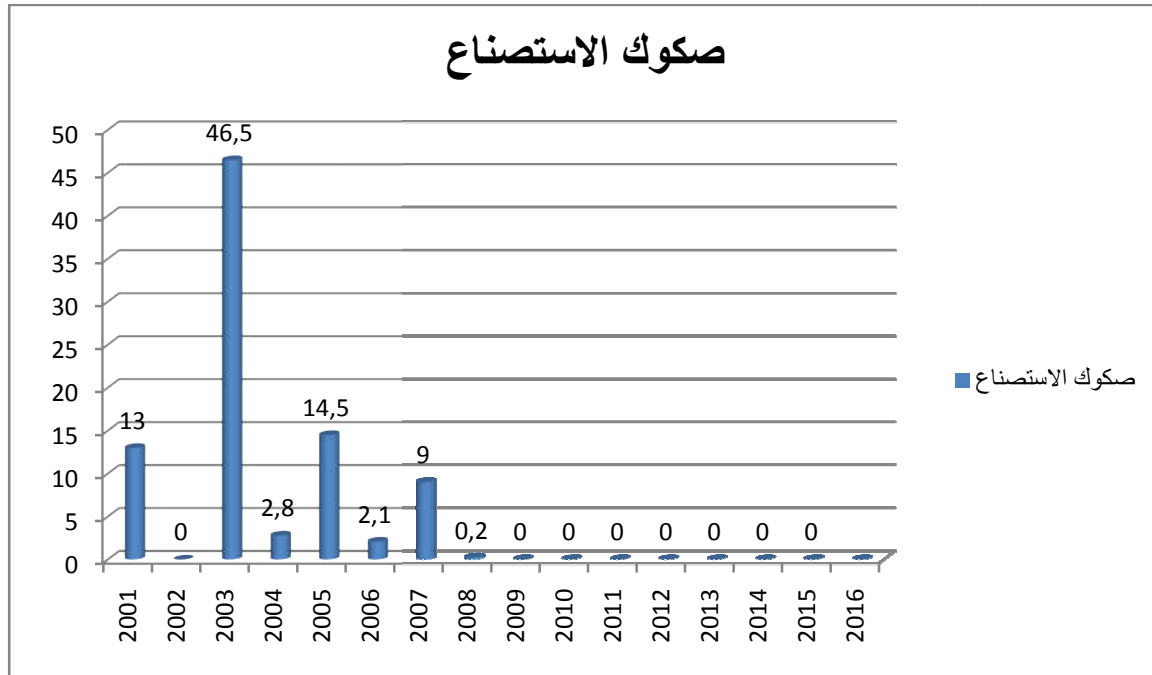
الجدول رقم (5): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صكوك الاستصناع %	13	-	46.5	2.8	14.5	2.1	9	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-

Source :- securities commission malaysia annual raport : (2002,(2001-2002), p :2-26), (2003,p :2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .

- Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

الشكل رقم (11): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4).

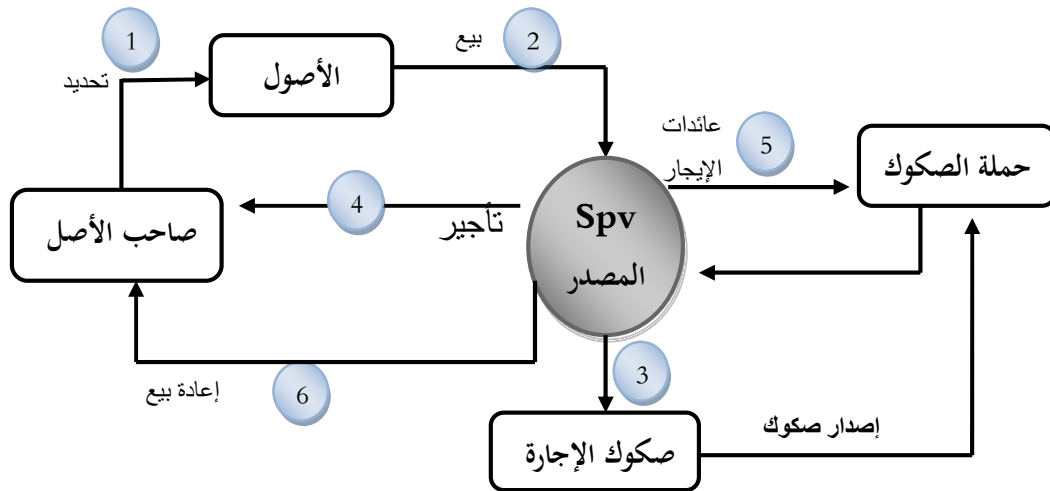
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن بداية صكوك الاستصناع في ماليزيا كانت سنة 2001 بنسبة ضئيلة 13% لتتعدم سنة 2002 بسبب إصدار صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل كما تم التطرق إليه سابقا، لتبلغ قمتها سنة 2003 بنسبة 46.5% بسبب إقبال المستثمرين عليها حيث انخفضت نسبة كل من صكوك المرابحة والبيع بالثمن الآجل في هذه السنة بسبب ارتفاع نسبة صكوك الاستصناع حيث أنه في سنة 2003 تم التركيز فقط على كل من صكوك المرابحة، البيع بالثمن الآجل والمضاربة لتشكل معا نسبة 100%.

ثم تبدأ نسبة إصدارات صكوك الاستصناع في ماليزيا بالانخفاض خلال الفترة من 2004-2008 لتبلغ نسبة 2.8%، 14.5%، 2.1%، 9%، و0.2% على التوالي خلال السنوات 2004، 2005، 2006، 2007، و2008، لتتعدم نسبة صكوك الاستصناع ابتداء من سنة 2009 إلى غاية 2016، وهذا راجع إلى إصدار أنواع جديدة من الصكوك وهي صكوك الإجارة، المضاربة والمشاركة.

ثالثاً: صكوك الإجارة.

تشير صكوك الإجارة* في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي " وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة الحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حسيمة الاكتتاب فيها وتصبح العين مملوكاً لحملة الصكوك."¹

الشكل رقم (12): هيكل صكوك الإجارة في ماليزيا.



Source : Mohd Yahya Mohd Hussin And others, *Development of Sukuk Ijarah in Malaysia*, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol : 8, No : 2, Apr - Jun 2012 p: 97.

ومن خلال الشكل أعلاه يمكن استنتاج مراحل إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا كالآتي:

1. يقوم صاحب الأصل باختيار الأصول (المشروع) كأصل أساسي؛
2. قيام صاحب الأصل ببيع أصوله إلى الشركة ذات الغرض الخاص spv؛
3. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإصدار صكوك الإجارة، لتمويل شراء الأصول من صاحبها، حيث يقوم حملة الصكوك بالاكتتاب في هذه الصكوك ودفع قيمة هذه الصكوك للشركة ذات الغرض الخاص؛

(1) - صالح مفتاح، سلطان مونية، مرجع سبق ذكره، ص: 288.

(*) - الإجارة عقد على منفعة مباحة معلومة، مدة معلومة، من عين معلومة، أو موصوفة في الذمة، أو عمل معلوم بعوض معلوم، والانتفاع تابع.

4. تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة تأجير أصولها لصاحب الأصل لفترة معينة؛
 5. يتم توزيع عائدات الإيجار على حملة الصكوك باعتبارهم الممول لهذه العملية؛
 6. في تاريخ الاستحقاق تقوم الشركة ذات الغرض الخاص بإعادة بيع تلك الأصول إلى صاحب الأصل حسب القيمة الأصلية (القيمة الإسمية لصكوك الإجارة المصدرة).
- ومن خلال عرضنا لهيكل إصدار صكوك الإجارة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يتضح أن إصدار هذه الصكوك يتم وفقا للمعايير اللازمة لصكوك الاستثمار الشرعية.

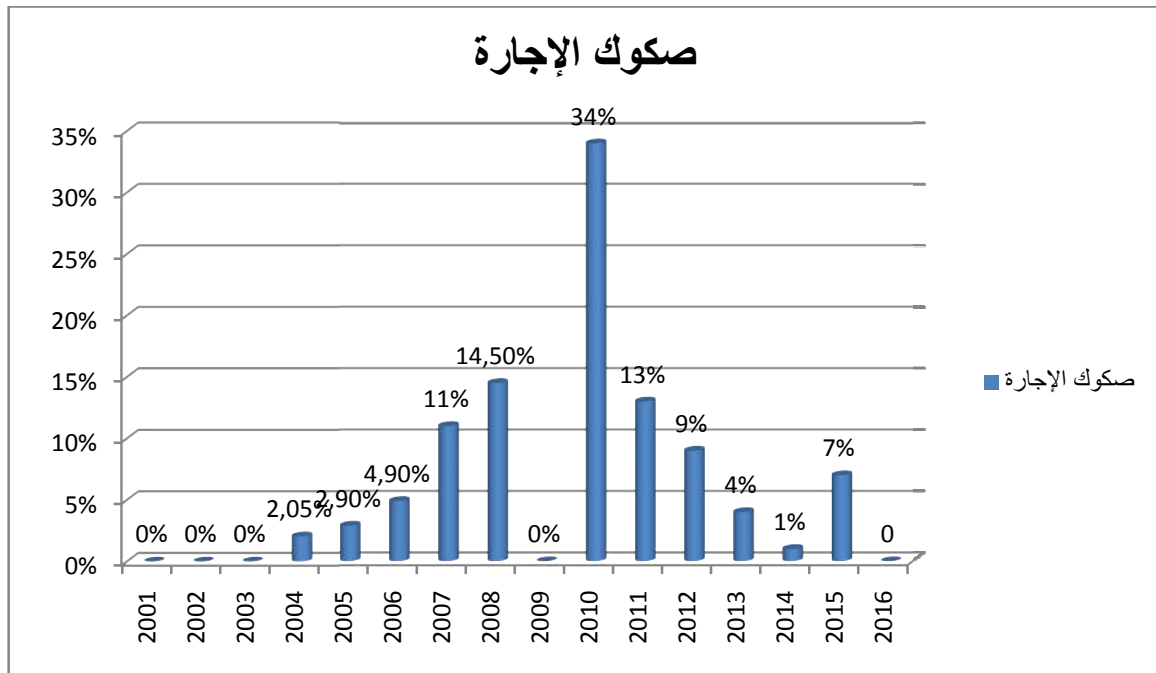
الجدول رقم (6): تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صكوك الإجارة %	-	-	-	2.05	2.9	4.9	11	14.5	-	34	13	9	4	1	7	-

Source :- securities commission malaysia annual raport : (2002,(2001-2002), p :2-26), (2003,p :2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .

- Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

الشكل رقم: (13) تطور إصدار صكوك الإجارة في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (6).

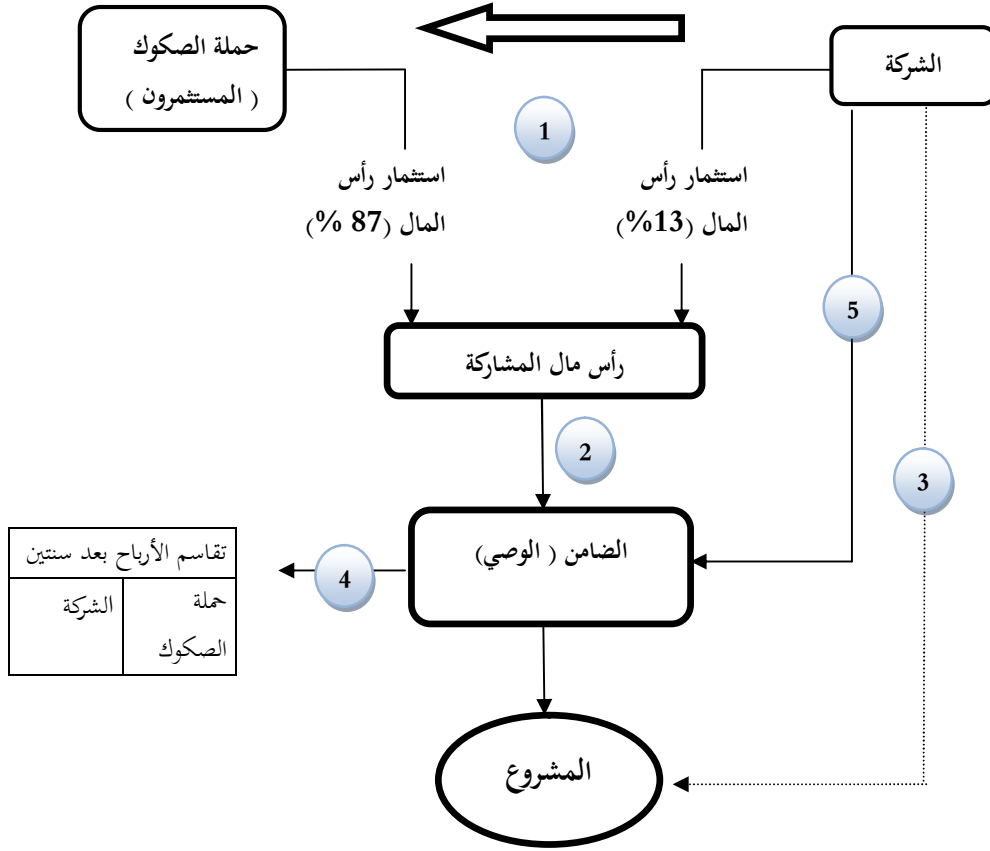
من خلال الشكل نلاحظ نسبة صكوك الإجارة في ماليزيا كانت منعدمة خلال الفترة 2001-2003 حيث لم يتم إصدار هذا النوع من الصكوك خلال هذه الفترة وهذا راجع إلى سيطرة كل من صكوك المرابحة والبيع بثمن أجل بالإضافة إلى صكوك الاستصناع خلال تلك السنوات لسهولة تصكيكها، لتبدأ نسبة إصدار هذه الصكوك بالارتفاع تدريجيا ابتداء من سنة 2004 إلى غاية 2008 بسبب حدوث تراجع طفيف في إصدار كل من صكوك الاستصناع وصكوك المرابحة والبيع بثمن أجل، لتتعدم مرة أخرى سنة 2009 بسبب سيطرة أنواع أخرى من الصكوك مثل صكوك المضاربة والمشاركة وصكوك الوكالة بالاستثمار، لتبلغ نسبة إصدار صكوك الإجارة أقصاها عام 2010 بنسبة 34% وهذا راجع لاعتبار وأن صكوك الإجارة في ماليزيا يتم إصدارها وفق صيغ التمويل الإسلامي ووفق المعايير التي نصت عليها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، لتبدأ بالتراجع تدريجيا ابتداء من سنة 2011 إلى غاية 2016 بسبب عودة صكوك المرابحة بقوة خلال هذه الفترة.

رابعا: صكوك المشاركة.

عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في إن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة، وأي ربح ينشأ من طرف المصدر يتم توزيعه بين الشركاء على أساس المشاركة في الربح والخسارة.¹

(1) - مرعي علي ضو وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

الشكل رقم: (14) هيكل إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا.



المصدر: محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

ومن خلال الشكل أعلاه يمكن توضيح مراحل إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا كالآتي:

1. تقوم الشركة بإصدار الصكوك ويقوم حملة الصكوك بالاستثمار فيها بدفع 87% من قيمة المشروع، في حين تساهم الشركة المصدرة بـ 13% المتبقية من قيمة المشروع، باعتبار أن المؤسسة لا تملك التمويل الكافي للمشروع، وقامت بإصدار الصكوك للحصول على التمويل، وبذلك يتشكل رأس مال المشاركة؛
2. يتم دفع رأس مال المشاركة للوصي (الضامن) من أجل البداية في إنجاز المشروع؛
3. تعمل الشركة المصدرة على مساعدة الوصي في إنجاز المشروع؛
4. بعد إنهاء المشروع وتحقيق الأرباح، يقوم الوصي بتقسيم الأرباح المحققة على حملة الصكوك والشركة المصدرة كل حسب نسبة مساهمته؛
5. الشركة المصدرة تقوم بدفع أتعاب الوصي، كونه الجهة التي قامت بإنجاز المشروع كوكيل عن الشركة المصدرة وحملة الصكوك.

ومن خلال عرضنا لهيكل إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا يتضح أنها تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وليس هناك ما يخالف هذه الأحكام فهي تقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة.

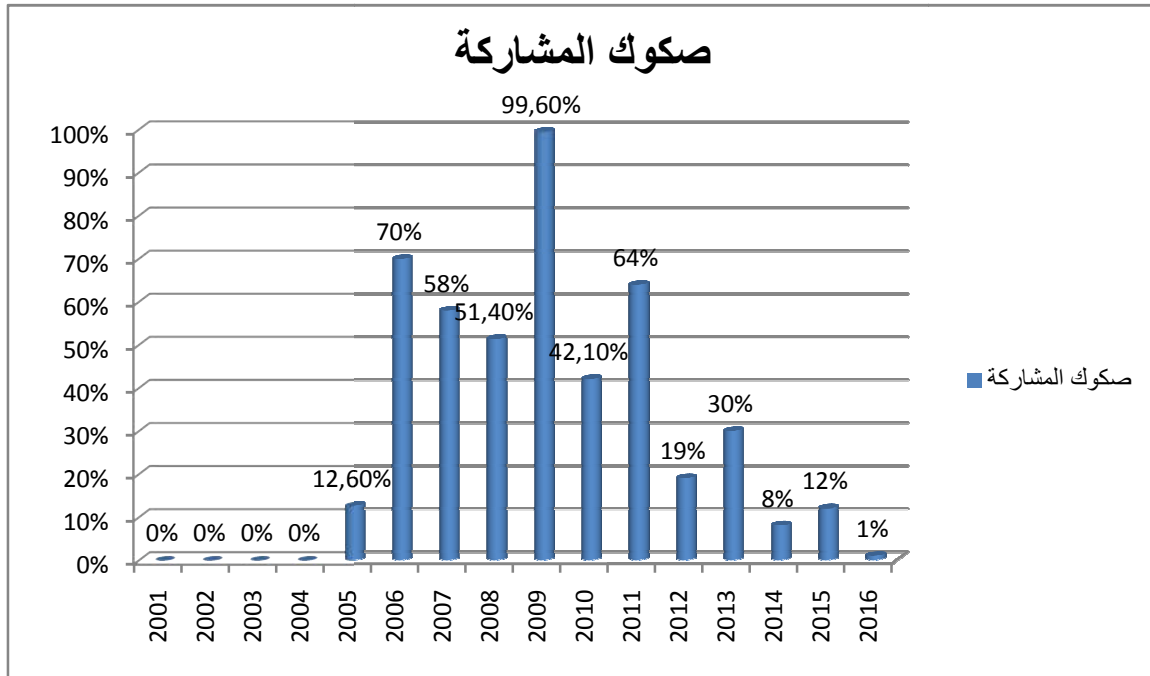
الجدول رقم (7): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صكوك المشاركة %	-	-	-	-	12.6	70	58	51.4	99.6	42.1	64	19	30	8	12	1

Source :- securities commission malaysia annual report : (2002, (2001-2002), p :2-26), (2003,p :2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .

- Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

الشكل رقم (15): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4).

نلاحظ من خلال الشكل أنه لم يتم تسجيل أي إصدار لصكوك المشاركة خلال الفترة 2001-2004 بسبب سيطرة كل من صكوك المربحة والبيع بثمن أجل وصكوك الاستصناع خلال هذه الفترة والتي كانت تشكل معا نسبة 100%، لتشهد بعد ذلك قفزة فريدة من نوعها حيث بدأت صكوك المشاركة تنمو بشكل ملحوظ، حيث كانت أول بداية لها في سنة 2005 بنسبة إصدار 12.6%، لتبدأ بعد ذلك في تسجيل معدلات إصدار مرتفعة ابتداء من 2006 حيث تم تسجيل معدلات تفوق النصف بنسبة 70%، 58%، 51.4% على التوالي خلال كل من 2006، 2007، 2008.

لتشهد سنة 2009 قفزة استثنائية لم تبلغها ماليزيا من قبل في إصدار هذا النوع من الصكوك حيث بلغت نسبة إصدارها 99.6% من إجمالي الصكوك الموافق إصدارها في سوق رأس المال الماليزي، وهذا التطور

حملة الصكوك هم رب المال الأول، والشركة ذات الغرض الخاص مضارب أول ، والعقد الذي ينشأ بينهما يسمى عقد المضاربة الأول؛

2. تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع (الشركة ذات الغرض الخاص) بالمضاربة بهذا المال فتصبح رب مال ثان، مع السلطة المحلية التي تكون في مقام مضارب ثان، والعقد الذي ينشأ بينهما هو عقد المضاربة الثاني؛

3. بعد الانتهاء من مشروع المضاربة وتحقيق الأرباح، تقوم السلطة المحلية بتقسيم الربح بينها وبين المضارب الأول، وهذا بعد قيام مصلحة الضرائب بتحويل الضرائب؛

4. تقوم الهيئة الخاصة بالمشروع (المضارب الأول) بتقسيم الربح بينها وبين حملة الصكوك.

ومن خلال عرضنا لهيكل إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا يتضح أنها تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولا توجد أي مخالفة كما أنها تقوم على مبدأ المشاركة.

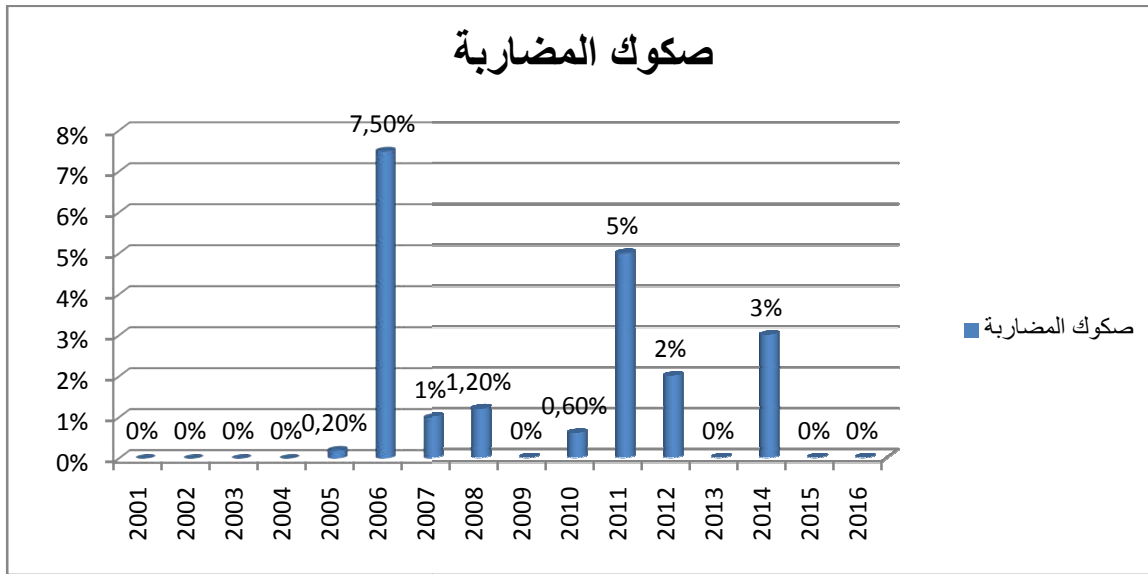
الجدول رقم (8): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة 2001-2016.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صكوك المضاربة %	-	-	-	-	0.2	7.5	1	1.2	-	0.6	5	2	-	3	-	-

Source : :- securities commission malaysia annual raport : (2002, (2001-2002), p :2-26), (2003,p :2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .

- Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

الشكل رقم (17) تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (8)

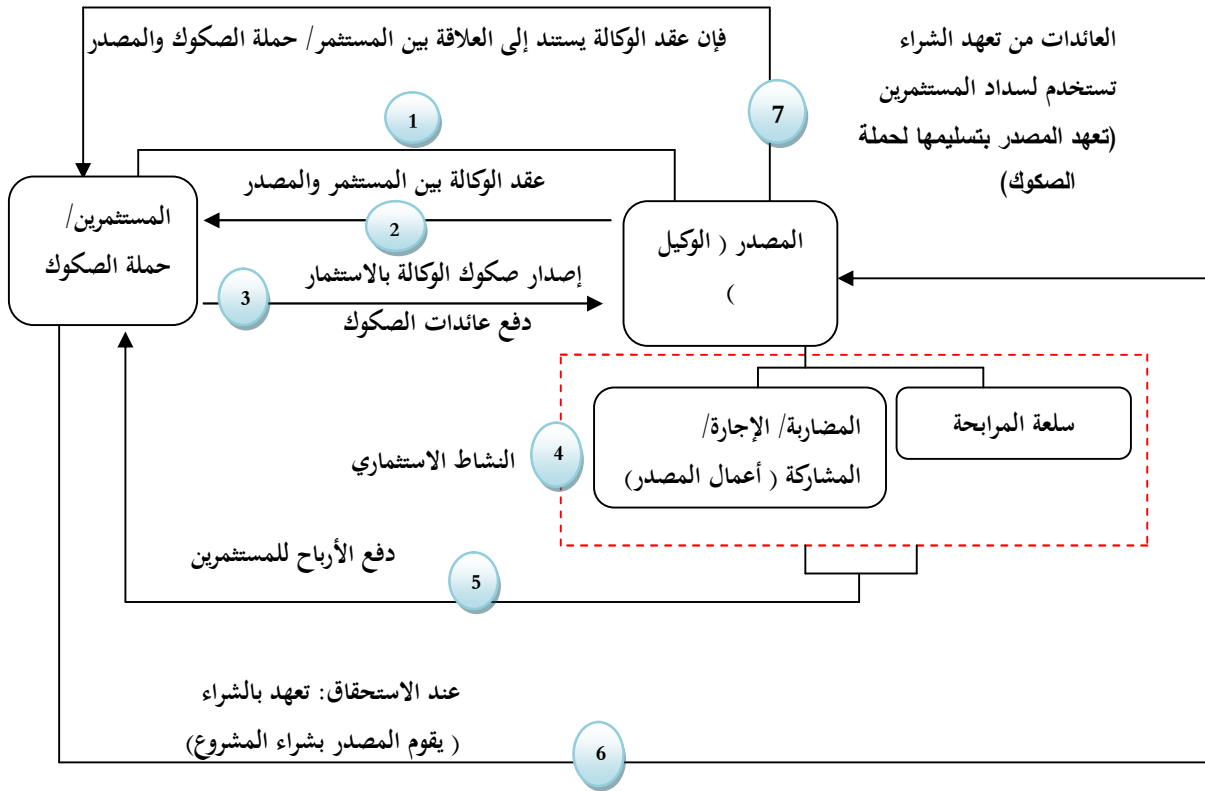
نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه، أن نمو صكوك المضاربة في ماليزيا ضعيف جدا، حيث لم يحضى بالإقبال الواسع مثل بقية أنواع الصكوك الموافق إصدارها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث لم يتم تسجيل أي إصدار خلال السنوات الأربعة الأولى، وهذا راجع إلى سيطرة أنواع الصكوك الأخرى في تلك الفترة (صكوك المرابحة، البيع بئمن آجل وصكوك الاستصناع)، لتكون أول بداية لها سنة 2005 بنسبة إصدار ضعيفة جدا 0.2%، في حين سجلت أقصى قيمة لها وهي قيمة استثنائية بالنسبة لصكوك المضاربة في ماليزيا في عام 2006 بنسبة إصدار 7.5%، وهذا قد يمكن إرجاعه إلى تراجع كل من صكوك المرابحة، البيع بئمن آجل وصكوك الاستصناع خلال هذه السنة، لتعود إلى الانخفاض من جديد في 2007 حيث لم تتجاوز 1% والذي يمكن إرجاعه إلى بداية صكوك الإجارة في الظهور بقوة حيث سجلت نسبة 14.5% خلال نفس السنة بعد أن كانت أول بداية لها ب 2.05%، في حين لم تسجل أي إصدار سنة 2009 وهذا راجع إلى القفزة النوعية التي شهدتها صكوك المشاركة خلال هذه السنة والتي سجلت نسبة 99.60%، لترتفع من جديد سنة 2011 بنسبة 5% بسبب تراجع صكوك المشاركة التي انخفضت إلى 64%، لتراجع من جديد بداية من 2012 حيث تم تسجيل إصدارات بقيمة 2% و 3% على التوالي خلال 2012، 2014 وهذا راجع إلى ظهور نوع جديد من الصكوك وهي صكوك الوكالة بالاستثمار، في حين لم يتم تسجيل أي إصدار خلال 2013 و2015 و2016.

سادسا: صكوك الوكالة بالاستثمار.

يمكن تعريف الوكالة على أنها يسمح بموجبه طرف لآخر بالعمل نيابة عنه بناء على أحكام وشروط متفق عليها.¹

وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك الاستثمار على أنها " شهادات ذات قيمة متساوية تثبت الملكية غير المقسمة لحاملي الشهادات في الأصول الاستثمارية وفقا لاستثماراتهم من خلال وكيل الاستثمار ".²

الشكل رقم (18) هيكل صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا.



Source : Md. Nurdin Ngadimon, Securities Commission Malaysia, **How sukuk works : introduction, structuring and its evaluation**, International conference on sukuk and islamic financing instrument, 12-13 november 2013, yarmouk university, irbid, jordan, p : 23.

من خلال الشكل أعلاه يمكن توضيح الخطوات التي يمر بها إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا كالآتي:

1. يتم إبرام عقد الوكالة بين حملة الصكوك والمصدر (الوكيل)؛
2. يقوم المصدر (الوكيل) بإصدار صكوك الوكالة بالاستثمار لحملة الصكوك؛

(1)- Md. Nurdin Ngadimon, op cit, p : 22.

(2)- Securitie Commission Malaysia, **GUIDELINES ON SUKUK**, 8 January 2014, pp : 5-6. cit : https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/bondmkt/sukukGuidelines_08012014.pdf , consult: 10- 10- 2017.

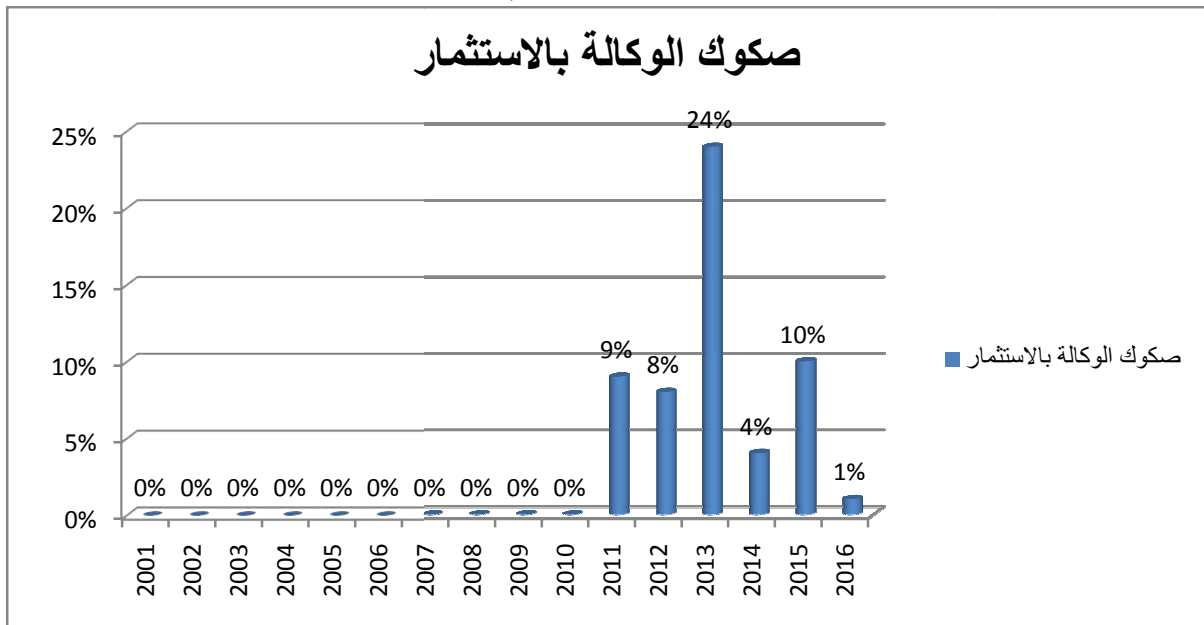
3. يقوم حملة الصكوك بدفع عائدات الصكوك إلى الوكيل؛
4. يبدأ المصدر (الوكيل) باستثمار عائدات الصكوك لصالح حملة الصكوك؛
5. بعد نهاية النشاط الاستثماري وتحقيق أرباح يتم توزيعها على حملة الصكوك؛
6. في تاريخ الاستحقاق يتعهد المصدر (الوكيل) بشراء المشروع من حملة الصكوك؛
7. يتعهد المصدر (الوكيل) بتسليم العائدات من تعهد الشراء إلى المستثمرين (حملة الصكوك)، أي أن العائدات تستخدم لسداد حملة الصكوك.

الجدول رقم (9): تطور إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2016.

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
صكوك الوكالة بالاستثمار %	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9	8	24	4	10	1

Source : :- securities commission malaysia annual report : (2002, (2001-2002), p :2-26), (2003,p :2-44), (2004, p :2-23), (2005, p :2-21), (2006, p :6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2011, p :6-53) .
Islamic capital market, securities commission malaysia : (2010, p :14), (2012, p :26), (2013,p :32), (2014, p :21), (2015, p :17), (2016, p : 20).

الشكل رقم (19) تطور إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا خلال الفترة من 2001 - 2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (6).

من خلال الجدول رقم (9) والشكل رقم (19)، نلاحظ أن أول بداية لصكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا

كانت سنة 2011 بإصدار ما نسبته 9% حيث لم يتم تسجيل أي إصدار خلال الفترة من 2001 - 2010

وهذا راجع إلى الدور الكبير الذي كانت تلعبه أنواع الصكوك الأخرى خلال تلك الفترة (صكوك البيع بالثمن الآجل، المرابحة، الاستصناع، الإجارة، المضاربة والمشاركة)، حيث سجلت صكوك الوكالة بالاستثمار أقصى قيمة لها سنة 2013 بنسبة 24%، ويمكن إرجاع سبب ظهور صكوك الوكالة بالاستثمار خلال الفترة 2011-2016 لاختفاء صكوك البيع بالثمن الآجل وصكوك الإستصناع في تلك الفترة.

من خلال ما سبق ذكره، وبعد التعرف على أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في ماليزيا، نستنتج أن ماليزيا طول فترة الدراسة الصكوك ركزت على (صكوك المرابحة / البيع بئمن آجل، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار)، حيث أن كل نوع من هذه الصكوك يتم إصداره وفق آلية وهيكل معينة.

المطلب الثاني: ريادة ماليزيا في صناعة وإصدار الصكوك الإسلامية.

تعتبر ماليزيا من أكبر الدول في العالم إصدارا وتداولاً للصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة، وهذا ما سيتم توضيحه من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: إجمالي إصدار الصكوك الإسلامية مقارنة بالسندات التقليدية في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2015.

الجدول رقم (10): تطور إجمالي إصدارات الصكوك إلى السندات التقليدية في ماليزيا للفترة من 2001-2015.

السنوات القيمة	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
الصكوك الإسلامية	14.89	17.6	13.94	15.16	43.32	42.02	121.30	43.23	33.96	40.33	78.90
السندات التقليدية	17.32	38.41	33.90	32.68	17.34	33.81	37.50	96.76	23.54	23.26	29.93
السنوات القيمة	2012	2013	2014	2015	الوحدة: مليون رينجت ماليزي.						
الصكوك الإسلامية	71.09	99.13	76.07	48.33							
السندات التقليدية	32.21	48.45	42.08	61.63							

Source : Securities Commission Malaysia Annual Report : report 2002(2001, 2002, p : 2-26), report 2004(2003, 2004, p : 2-23), report 2006(2005, 2006, p : 6-45) , report 2008(2007, 2008, p : 6-54), report 2010(2009, 2010, p : 6-54), report 2012(2011, 2012, p : 6-62), report 2014(2013, 2014, p : 144), report(2015, p : 169).

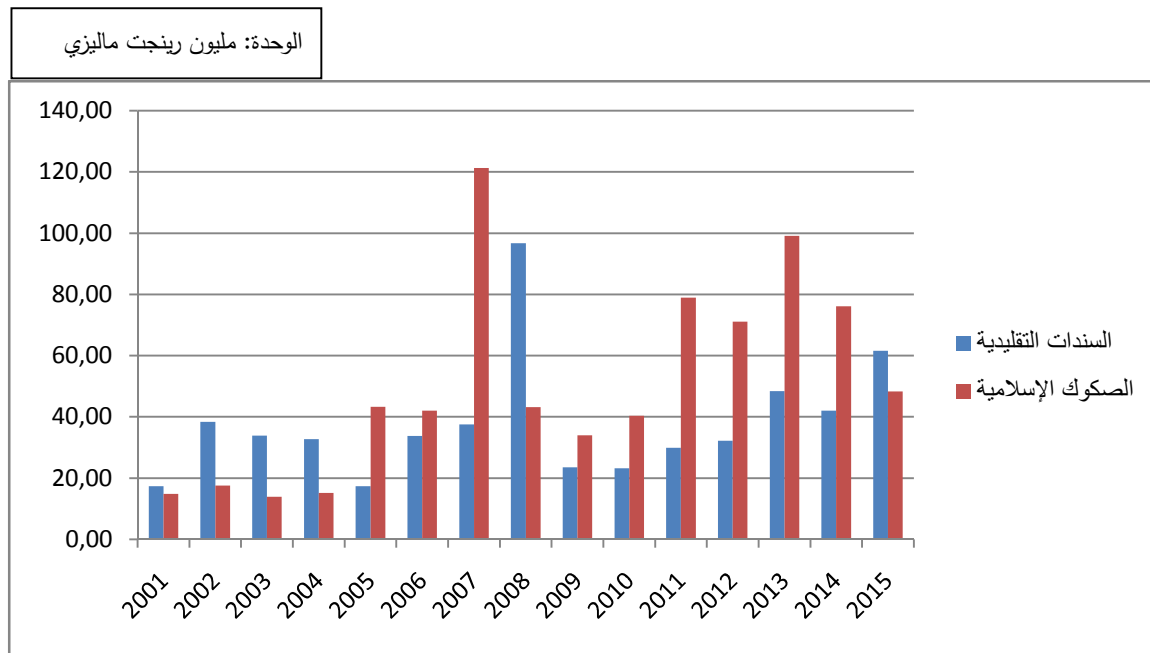
دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات %
72.50	63.42	59.06	30.88	76.39	55.41	71.41	31.69	29.14	31.42	46.24	الصكوك الإسلامية
27.50	36.58	40.94	69.12	23.61	44.59	28.59	68.31	70.86	68.58	53.76	السندات التقليدية
											السنوات %
							2015	2014	2013	2012	الصكوك الإسلامية
							40.8	64.38	67.17	68.82	السندات التقليدية
							59.2	35.62	32.83	31.18	

Source : Securities Commission Malaysia Annual Report : report 2002(2001, 2002, p : 2-26), report 2004(2003, 2004, p : 2-23), report 2006(2005, 2006, p : 6-45) , report 2008(2007, 2008, p : 6-54), report 2010(2009, 2010, p : 6-54), report 2012(2011, 2012, p : 6-62), report 2014(2013, 2014, p : 144), report(2015, p : 169).

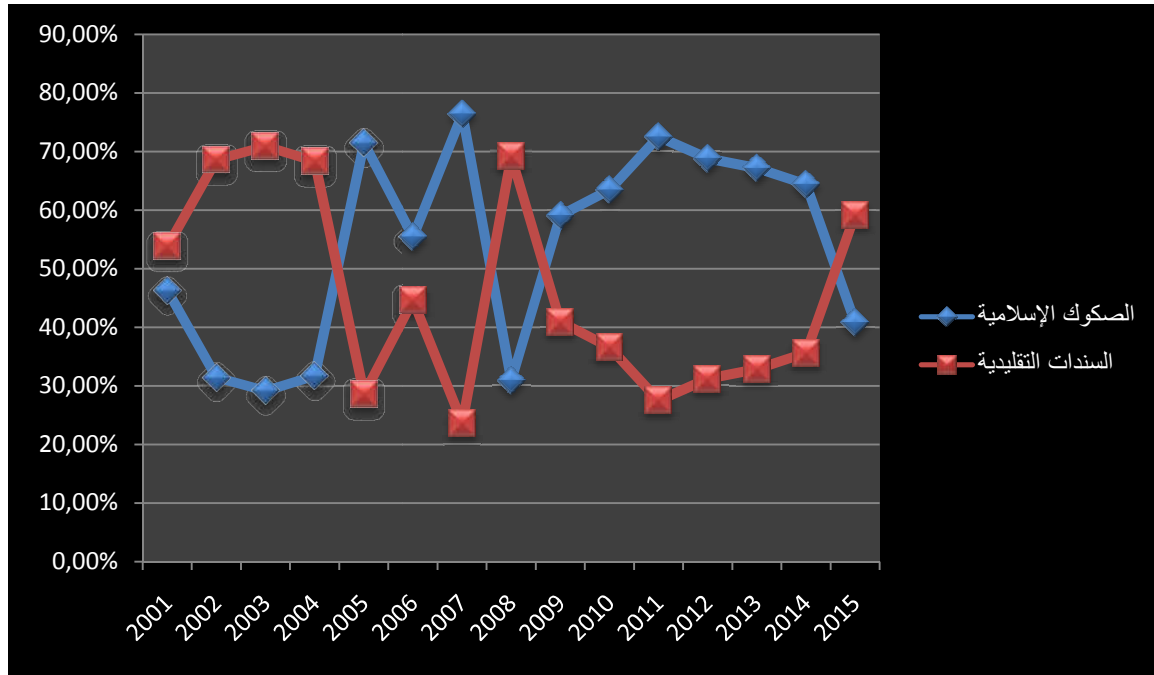
الشكل رقم (20): إجمالي إصدارات الصكوك إلى السندات التقليدية في ماليزيا من حيث القيمة من 2001-

.2015



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول رقم (10).

الشكل رقم (21) النسبة المئوية لإصدارات الصكوك مقارنة بالسندات في ماليزيا من 2001 - 2015.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (10).

نلاحظ من خلال الجدول والشكلين أعلاه، أن ماليزيا كانت تعتمد في تمويل اقتصادها بشكل كبير على السندات التقليدية القائمة على الفوائد المحرمة وذلك خلال الفترة من 2001-2004 والتي سجلت تدبدا شديدا في إصدارات الصكوك مقارنة مع السندات، وهذا قد يمكن إرجاعه إلى نقص الوعي لدى المستثمرين الماليزيين حول التمويل الإسلامي، إضافة إلى كون السندات التقليدية تعطي عوائد ثابتة ومضمونة.

حيث نلاحظ زيادة الإقبال على الصكوك خلال الفترة من 2005 - 2007، حيث بلغت ذروتها سنة 2007 مسجلة 76.39 % أي 121.3 مليون رينجت ماليزي، مقارنة بالسندات التقليدية التي سجلت 23.61 % أي ما قيمته 37.50 مليون رينجت ماليزي، وهذا راجع إلى التحفيز التي قدمتها الحكومة الماليزية في هذه الفترة والمتمثلة في حل مشكلة الضريبة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في 2004.

كما نلاحظ أن السندات التقليدية في ماليزيا بلغت أقصى قيمة لها سنة 2008 بقيمة 96.76 مليار رينجت ماليزي بنسبة مئوية بـ 69.12% وكما نلاحظ هي السنة التي وقعت فيها الأزمة المالية العالمية 2008 والتي كان سببها أسعار الفائدة، وبعد سنة 2008 بدأت السندات التقليدية في ماليزيا بالتراجع وهذا راجع إلى الأزمة المالية العالمية 2008 والآثار السلبية الناتجة عنها، أما فيما يخص الصكوك الإسلامية فقد سجلت تذبذب شديد عام 2008 بسبب الأزمة، ليتم منذ سنة 2009 التركيز على الصكوك الإسلامية التي احتلت مكانة كبيرة لتصبح المصدر الرئيسي لتمول الاقتصاد الماليزي باعتبارها البديل الأفضل للسندات التقليدية

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

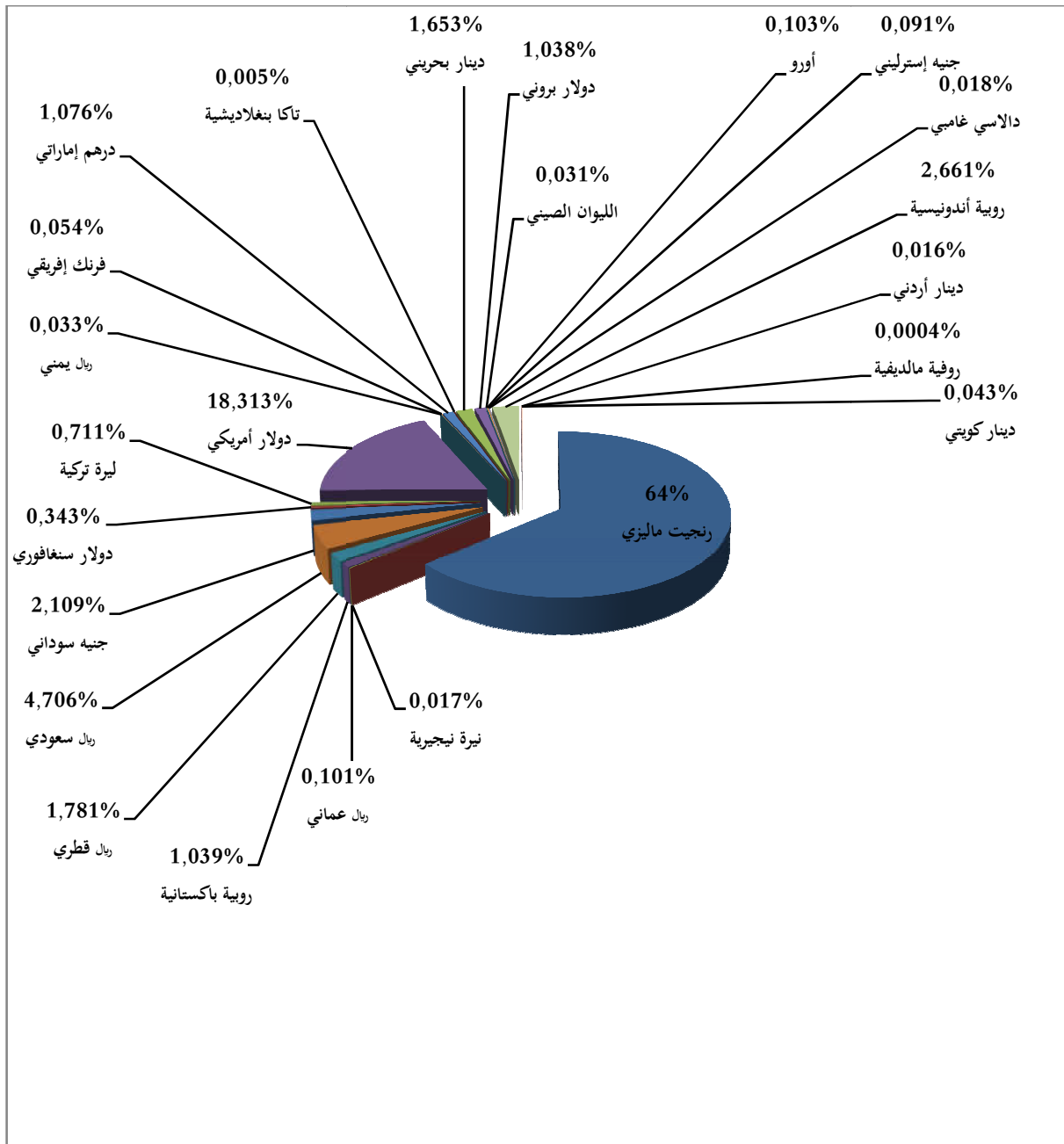
بالإضافة إلى المزايا الكثيرة التي تمنحها للمستثمرين في اختيار النوع الذي يناسبهم وذلك بالاختيار بين صكوك بالعملة المحلية والعملة الدولية، صكوك حسب مدة الاستحقاق، وحسب هيكلها التي تأخذ عدة أشكال.

الفرع الثاني: إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية في العالم.

نظرا للمكانة التي تلعبها الصكوك الإسلامية، فإنها شهدت إقبالا واسعا في مختلف أنحاء العالم، سواء كان من المسلمين وغير المسلمين، وهذا ما سيتم توضيحه.

أولا: إصدارات الصكوك في العالم حسب العملات.

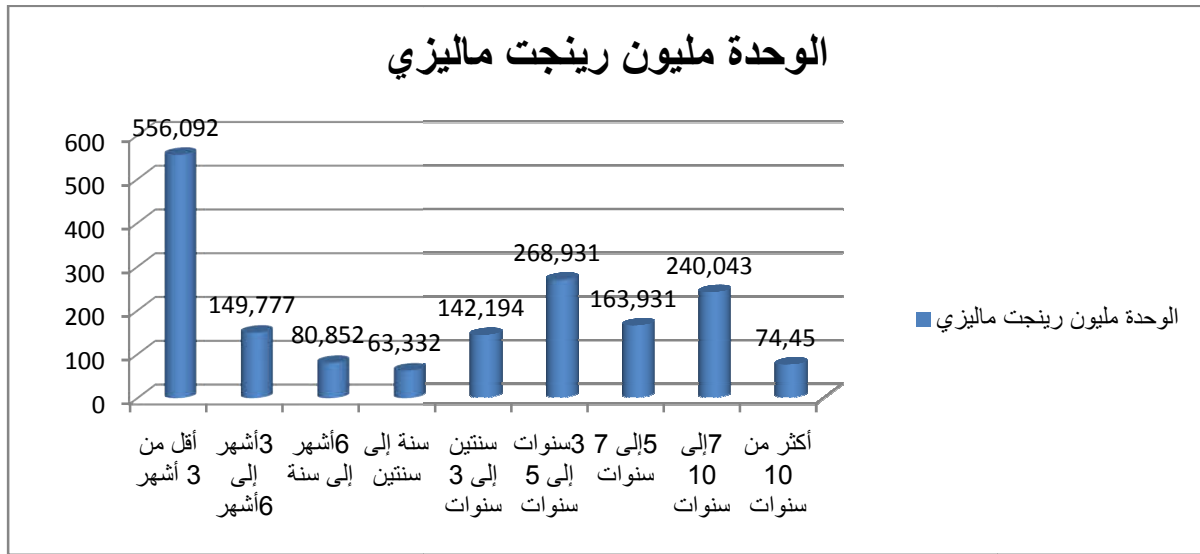
الشكل رقم (22): إجمالي إصدار الصكوك في العالم حسب العملات خلال الفترة 2001 - 2015.



Source :Ijlal Ahmed Alvi, Sukuk Market Developments, International Islamic Financial Market, the middle east asset management forum (meamf2016) 30th -31 st may 2016, gulf hotel, kingdom of bahrain, p : 19.

فيما يخص إصدارات الصكوك من حيث العملات نلاحظ هيمنة الرينجت الماليزي باعتباره العملة الأولى عالميا في إصدارات الصكوك والذي يمثل 64%، أي ما قيمته 392.491 مليون دولار أمريكي من القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك في العالم، ويمكن تفسير تفوق العملة الماليزية وهيمنتها على إجمالي إصدارات الصكوك العالمية لقوة وعمق السوق المالي الإسلامي في ماليزيا بسبب زيادة تنوع الصكوك والأدوات المالية الإسلامية من حيث نوع الأصل وأيضا تنوع في تواريخ الاستحقاق كما يبينه الشكل رقم (23) وتعتبر ماليزيا من أكثر الدول نشاطا في تعزيز وخلق سوق حيوية للصكوك بالعملة المحلية من خلال توفير التشريعات المصرفية وأسواق رأس المال الإسلامية التي تدعم ذلك، ثم يليه الدولار الأمريكي في المرتبة الثانية بنسبة 18.313% أي ما قيمته 140.481 مليون دولار أمريكي، وهذا راجع إلى أن الدولار الأمريكي يعتبر من العملات القيادية والتي يتم استخدامها على نطاق واسع جدا، وأن هناك بعض الدول التي تقوم بإصدار صكوك مقومة بالدولار (دول مجلس التعاون الخليجي)، ولكون أن الدولار الأمريكي هو العملة المفضلة لجذب المستثمرين الدوليين في جميع أنحاء العالم، ثم تليه كل من الريال السعودي، الروبية الاندونيسية، الجنيه السوداني، الريال القطري، الدينار البحريني الدرهم الإماراتي، الروبية الباكستانية، الدولار البروني والتي شكلت نسب ضعيفة لا تتعدى 5% حيث شكلت على التوالي ما قيمته 4.706%، 2.661%، 2.109%، 1.781%، 1.653%، 1.076%، 1.039%، 1.038%، تليها كل من الدولار السنغافوري، الأورو، الجنيه الإسترليني، الدينار الكويتي، اليوان الصيني، الدالاسي الغامبي والدينار الأردني والتي شكلت نسب ضعيفة جدا تقل عن 1%، وبعد 2012 ظهرت عملات جديدة في إصدار الصكوك كما يبينه الشكل رقم (24) حيث أن هذه العملات لم تكن موجودة حتى 2012، وهي كل من الليرة النيجيرية، الريال العماني، الليرة التركية، الفرنك الإفريقي، التاكا البنغلاديشية والروبية المالديفية وذلك بنسب ضعيفة جدا تقل عن 1%.

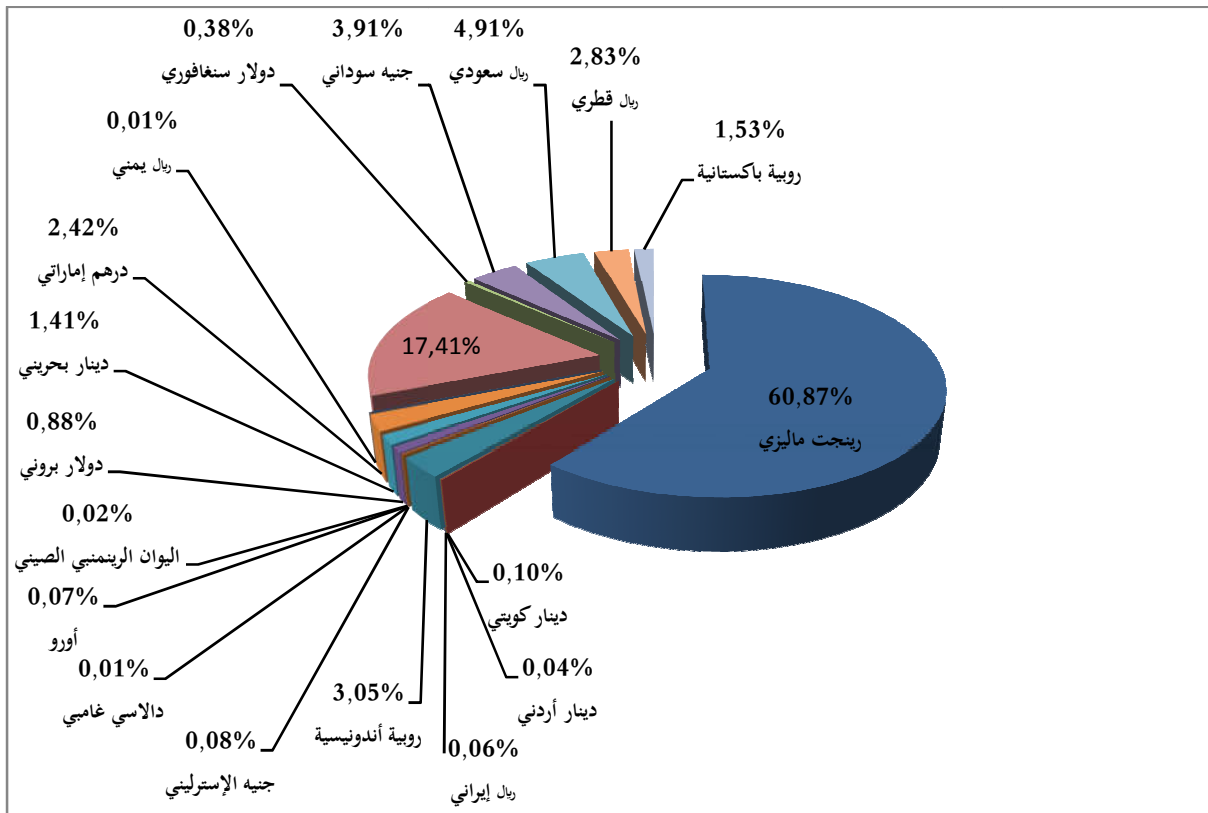
الشكل رقم (23): تداول الصكوك في ماليزيا حسب تاريخ الاستحقاق 2000-2011.



Source : Rashdan Ibrahim, **Malaysian Dominance In The Issuance of Sukk Tradable & Liquid Market**, bashayer, Vienna, Austria, january 2012 . cit :

https://www.academia.edu/5783816/Malaysian_Dominance_In_The_Issuance_of_Sukuk_Tradable_and_Liquid_Market, consult : 20-04-2017.

الشكل رقم (24): إصدار الصكوك في العالم حسب العملات خلال الفترة من 2001-2012.

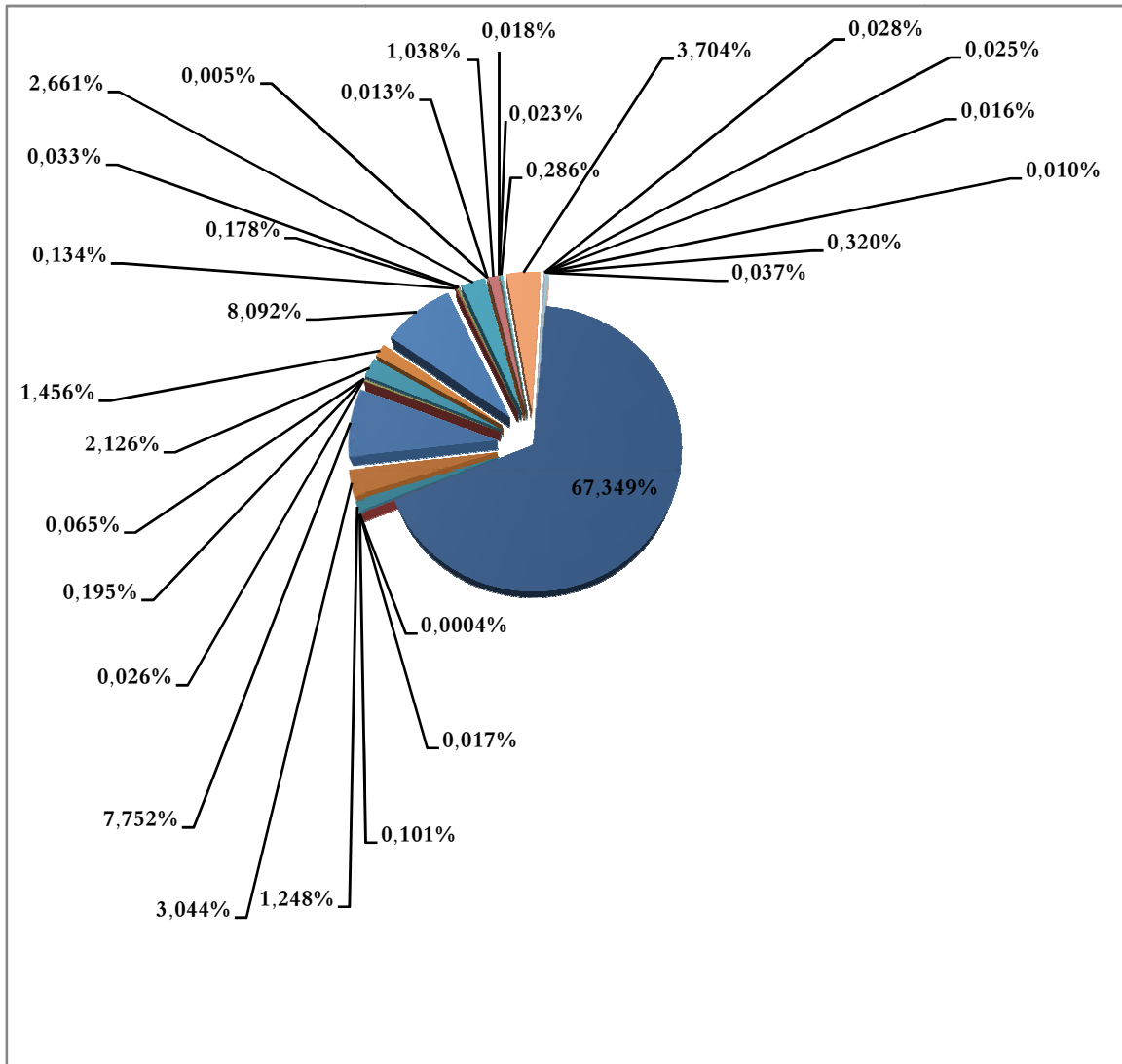


Source :Ijlal Ahmed Alvi, **Sukuk Overview & Trends**, International Islamic Financial Market, conference on the role of sukuk in development, Friday, 18th may 2012, point hotel barbaros , istanbul, p : 4.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تفوق العملة الماليزية أيضا خلال الفترة من 2001-2012 والتي سجلت ما نسبته 68.87% من إجمالي إصدارات الصكوك، ثم يليه الدولار الأمريكي، كما تم توضيحه من قبل، وقد تم عرض هذا الشكل الذي يوضح إصدارات الصكوك في العالم حسب العملات خلال الفترة من 2001-2012 كمكمل للشكل رقم (22)، وذلك لتوضيح أن بعض العملات لم تكن موجودة حتى 2012 مثل النيرة النيجيرية، الريال العماني، الليرة التركية، الفرنك الإفريقي، التاكا البنغلاديشية والروبية المالديفية.

ثانيا: إصدارات الصكوك في العالم حسب الدول.

الشكل رقم (25): إجمالي إصدار الصكوك في العالم حسب الدول للفترة من 2001-2015.



Source : International Islamic Financial Market, Sukuk Report, March 2016, 5th Edition, ADIB, p : 33.

الجدول رقم (11): يمثل إجمالي إصدار الصكوك في العالم حسب الدول خلال الفترة من 2001-2015.

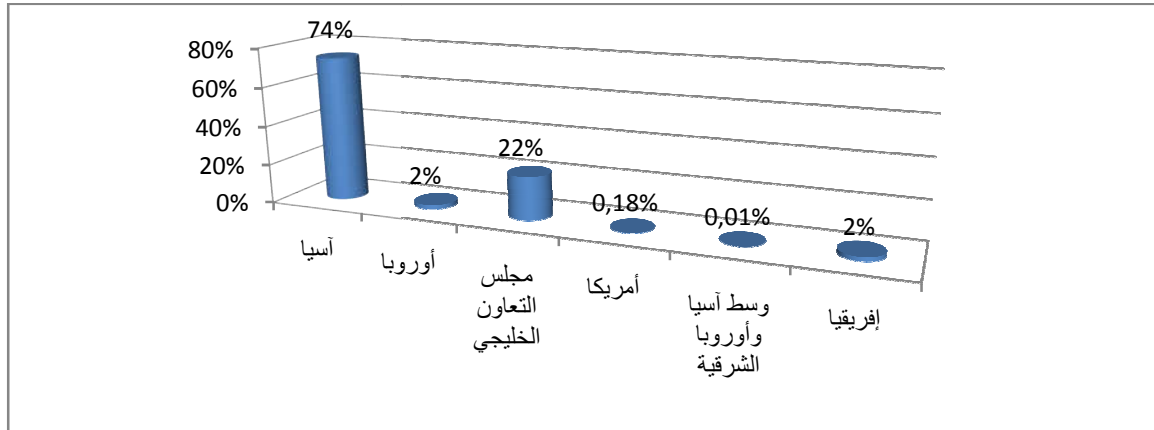
من 2001 - 2015														السنوات	
الدول	ماليزيا	المالديف	نيجيريا	عمان	باكستان	قطر	السعودية	السنغال	سنغافورة	جنوب إفريقيا	السودان	تركيا	الإمارات العربية	المملكة المتحدة	الكويت
%	67.349	0.0004	0.017	0.101	1.248	3.044	7.752	0.026	0.195	0.065	2.126	1.456	8.092	0.134	0.320
الدول	الولايات المتحدة الأمريكية	اليمن	البحرين	بنغلاديش	بروني	الصين	غامبيا	ألمانيا	هونغ كونغ	أندونيسيا	ساحل العاج	اليابان	الأردن	كازاخستان	لوكسمبورغ
%	0.178	0.033	2.661	0.005	0.013	1.038	0.018	0.023	0.286	3.704	0.028	0.025	0.016	0.010	0.037

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الشكل رقم (25).

نلاحظ من خلال الشكل والجدول أعلاه، أنه لا تزال ماليزيا هي المهيمن الوحيد في سوق الصكوك العالمي، حيث تسيطر لوحدها على 67.349% من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم أي أنها تستحوذ لوحدها على أكثر من نصف إصدارات الصكوك في العالم، وهذا راجع لإقبال المستثمرين محليا ودوليا على الصكوك الماليزية بسبب النجاحات السابقة التي حققتها البلاد في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية، وهو ما جعلها رائدة في هذا المجال، حيث تتوقع هيئة الأوراق المالية الماليزية توسع حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بمعدل 10.6% سنويا ليصل إلى تريليون دولار بحلول عام 2020، وأن تبلغ حصة سوق الصكوك منها نحو 45%، ثم تأتي دول مجلس التعاون الخليجي، حيث احتلت الإمارات العربية المتحدة المرتبة الثانية بنسبة إصدار 8.092%، وتأتي السعودية في المرتبة الثالثة بنسبة 7.752، ثم تليهم قطر، وهذا راجع للدور الكبير والهام الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في توفير التمويل اللازم لمشاريع البنية التحتية في دول الخليج العربية وخاصة في ظل توجه إقامة العديد من مشاريع البنية التحتية، مثل المطارات والموانئ البحرية والسكك الحديدية ومحطات الطاقة في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث يعتبر الإنفاق على البنية التحتية أحد العوامل لتحفيز الاقتصاد¹، كما أن الإصدارات الاندونيسية قد نمت بشكل ملحوظ حيث احتلت المرتبة الرابعة وذلك بنسبة إصدار قدرت بـ 3.704% وخاصة مع إصدار الدولة لبرنامج يسمى مشروع الصكوك، تم تأتي كل من البحرين والسودان، تركيا، باكستان، الصين التي سجلت على ما نسبته 2.661% و 2.126%، 1.456%، 1.248%، 1.038%، ثم تأتي كل من المالديف، نيجيريا، عمان، السنغال، سنغافورة، جنوب إفريقيا، المملكة المتحدة، الكويت، الولايات المتحدة الأمريكية، اليمن، بنغلاديش، بروني، غامبيا، ألمانيا، هونغ كونغ، ساحل العاج، اليابان، الأردن، كازاخستان ولوكسمبورغ التي سجلت نسب ضئيلة جدا لا تتعدى 1%.

(1) - مفتاح صالح، رجال فطيمة، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5 و 6 ماي 2014، ص ص: 18-19.

الشكل رقم (26) إصدارات الصكوك في العالم حسب المنطقة للفترة من 2001 - 2015.



Source : International Islamic Financial Market, Sukuk Report, op cit , p : 33.

كما نلاحظ من خلال الشكل أعلاه تفوق آسيا وهيمنتها على سوق الصكوك على مستوى العالم، وذلك باستحواذها على حوالي ثلاثة أرباع من إجمالي إصدارات الصكوك في العالم بنسبة 74% أي ما يعادل 566.602 مليون دولار أمريكي وهو مبلغ جد ضخم، والسبب وراء تفوق آسيا في صناعة الصكوك عالميا هو ماليزيا التي لطالما اشتهرت بتفوقها وسيطرتها على سوق الصكوك العالمي، ثم تليها دول مجلس التعاون الخليجي بنسبة 22% أي 168.903 مليون دولار أمريكي وهو ما يدل على اهتمام دول مجلس التعاون بجدية على التمويل الإسلامي من خلال محاولاتها الجدية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي، ثم تأتي كل من أوروبا وإفريقيا وأمريكا بنسب ضعيفة جدا.

المطلب الثالث: أثر الصكوك الإسلامية في كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

سنقوم من خلال هذا المطلب بدراسة أثر الصكوك الإسلامية في كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، من خلال دراسة بعض المؤشرات المتعلقة بالسوق.

الفرع الأول: مؤشرات حجم السوق.

وتتمثل هذه المؤشرات في عدد الشركات المدرجة ومؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق).

أولاً: عدد الشركات المدرجة.

الجدول رقم (12): تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة خلال الفترة من 2001 - 2016.

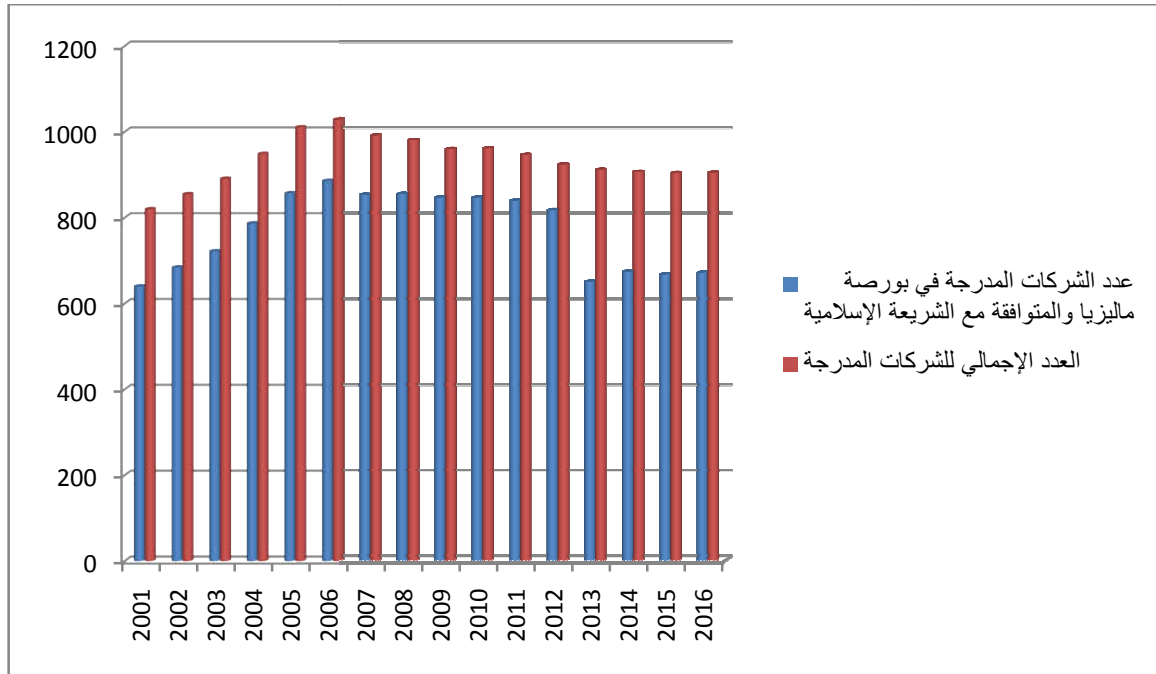
2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
855	853	886	857	787	722	684	640	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
980	991	1029	1011	949	891	855	820	العدد الإجمالي للشركات المدرجة
%87	86%	86.1%	84.8%	83%	81%	80%	78%	النسبة المئوية لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة
2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	
671	667	673	650	817	839	846	846	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
904	903	906	911	923	946	961	959	العدد الإجمالي للشركات المدرجة
%74.23	%73.86	%74.3	%71.4	%89	%89	%88	%88	النسبة المئوية لعدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة

المصدر: - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 249.

- Securities commission malaysia, annual report (2006, p : 6-47), (2008, p : 6-56), (2009, p : 6-52), (2011, p : 6-55), (2012, p : 6-63), (2014, p : 146), (2015, p : 171), (2016, p : 199).

الشكل رقم (27): تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا إلى

العدد الإجمالي للشركات المدرجة للفترة من 2001 - 2016



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (12).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (12) والشكل أعلاه، أن عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية

المدرجة في بورصة ماليزيا في نمو مستمر، حيث بلغت عدد الشركات الإسلامية في ماليزيا في عام 2001

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

نحو 640 شركة إسلامية من أصل 820 شركة كلية، أي أن الشركات الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا تسيطر على إجمالي الشركات المدرجة وهذا راجع للأدوات المالية الإسلامية المختلفة المصدرة في ماليزيا وخاصة الصكوك الإسلامية التي تلعب دور مهم في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وباعتبار وأن ماليزيا هي رائدة الصيرفة الإسلامية في العالم، وظل عدد الشركات الإسلامية المدرجة في نمو مستمر حيث بلغت أقصى عدد لها سنة 2006 بنحو 886 شركة إسلامية من أصل 1029 شركة، ثم بدأت بالتراجع بشكل طفيف جدا في السنوات الموالية لـ 2006 لتستقر عند أرقام مقاربة وذلك حتى سنة 2012، ثم بدأت بالتراجع من جديد خلال 2013، 2014، 2015، 2016 لتسجل نحو 671 شركة إسلامية من أصل 904 شركة سنة 2016، وهذا قد يمكن لحدوث زيادة في إصدار الأدوات المالية الأخرى (الغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية).
ثانيا: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق).

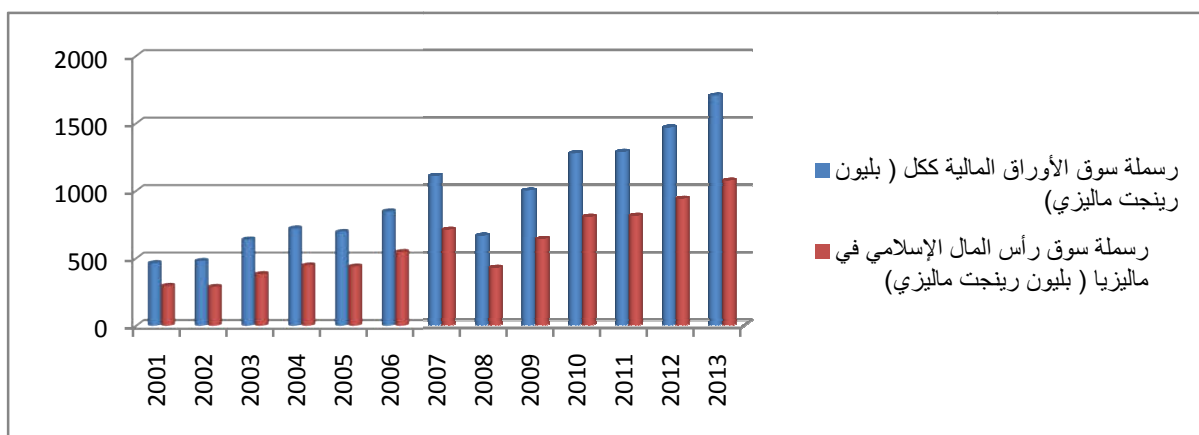
الجدول رقم: (13) رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا .

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة سوق الأوراق المالية ككل (بلون رينجت ماليزي)	465	481.6	640.3	722.04	695.3	848.7	1106	664	999	1275	1285	1466	1702
رسملة سوق رأس المال الإسلامي (بلبون رينجت)	296	289	384	448	440	548	708	425	639	803	810	938	1072
رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق الكلي %	63.65	60	59.97	62.04	63.28	64.56	64	64	64	63	63	64	63

المصدر: عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 250.

-bursa malaysia, annual reports (2005, p : 52), (2006, p : 0

الشكل رقم (28): رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة من 2001 - 2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (13).

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يعكس مستوى النشاط، فارتفاع هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه.¹ ومن خلال عرضنا لتطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى رسملة السوق ككل، نلاحظ أن رسملة السوق الإسلامي إلى رسملة السوق ككل تفوق النصف في كل سنوات الدراسة، حيث أن أقل نسبة تم تسجيلها هي 59.97% سنة 2003، وهذا يمكن إرجاعه إلى تفوق عدد الشركات الإسلامية على عدد الشركات التقليدية المدرجة، نتيجة لتنوع الأدوات المالية الإسلامية المصدرة في ماليزيا بما في ذلك الصكوك الإسلامية التي تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية المصدرة في ماليزيا.

الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة).

الجدول رقم (14): تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة 2001-2016.

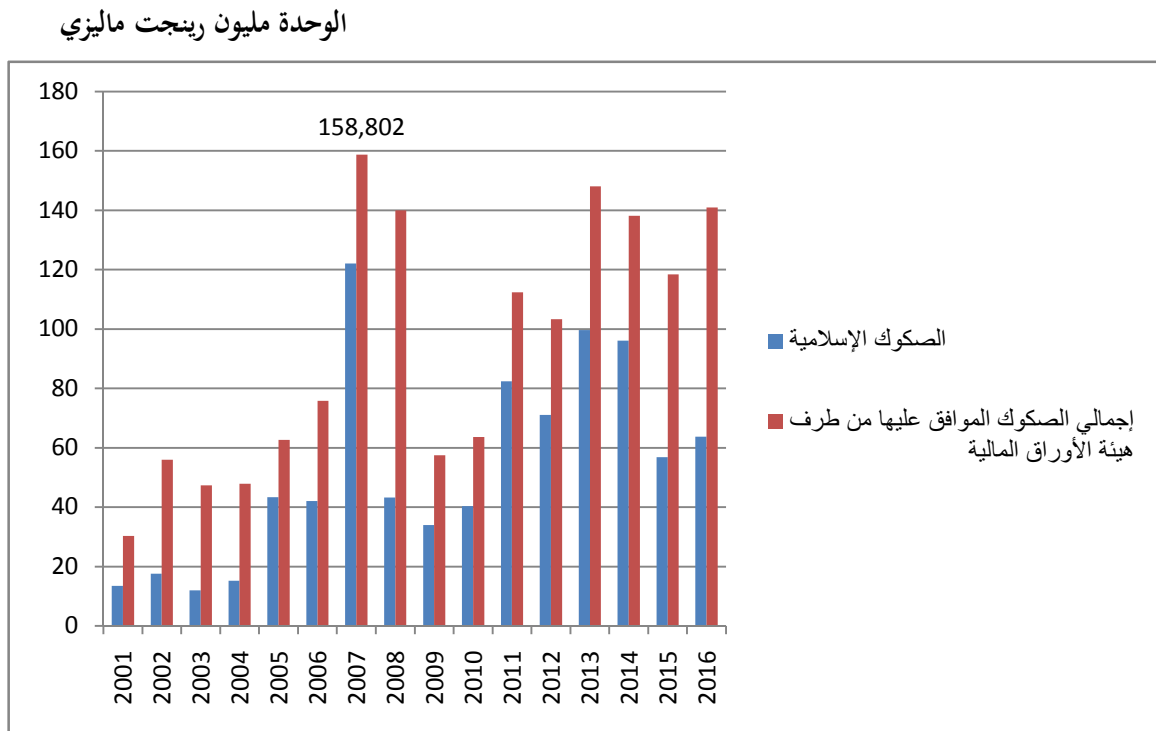
	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001		
الصكوك الإسلامية	47	60	64	77	49	31	34	-	العدد	
	43.234	122.102	42.018	43.317	15.16	12	17.6	13.5	القيمة	
إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية	99	120	116	127	124	118	171	-	العدد	
	139.991	158.802	75.832	62.662	47.84	47.3	56.01	30.31	القيمة	
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009		
الصكوك الإسلامية	32	31	49	51	41	45	26	11	العدد	
	63.729	56.834	96.070	99.129	71.091	82.403	40.328	33.955	القيمة	
إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية	56	50	80	88	81	85	59	34	العدد	
	140.989	118.464	138.146	148.074	103.299	112.330	63.853	57.485	القيمة	

المصدر:

-Securities commission, annual report (2001, p : 1-45), (2002, p :2-26), (2004, p : 2-43), (2006, p : 6-38), (2008, p : 6-47), (2009, p : 6-45), (2011, p : 6-46), (2012, p : 6-55), (2014, p : 136), (2015, p : 159) ; (2016, p : 187).

(1) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 250.

الشكل رقم (29) تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداول في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة 2001-2016.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول (14).

مؤشر حجم التداول يعكس سيولة السوق الماليزية، وسيولة السوق الماليزية تؤدي إلى توفير السيولة في الاقتصاد ككل.¹

ونلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن حجم الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في زيادة مستمرة خلال الفترة من 2001-2016 حيث بلغت سنة 2001 قيمة 13.5 مليون رينجت ماليزي لتبلغ أقصى قيمة لها سنة 2007 بقيمة 122.102 مليون رينجت ماليزي لتبدأ في التراجع بعد ذلك لتستقر عند قيمة 63.728 مليون رينجت ماليزي سنة 2016. وهذا التطور في حجم التداول يدل على الدور الكبير الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، كما يمكن إرجاعه إلى الجهود التي قامت بها الحكومة الماليزية في سبيل تشجيع الإقبال على الصكوك والتخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا للتمويل الإسلامي.

الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية.

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير إلى سيولة السوق المالية أيضا، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة

(1) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

دور الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

الصكوك المتداولة (أحجام التداول) إلى القيمة السوقية، فإذا ما إرتفعت قيمة الصكوك المتداولة بمعدلات أكبر من إرتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة هذا المؤشر ويشير بدوره إلى إرتفاع درجة السيولة للسوق المالية.¹

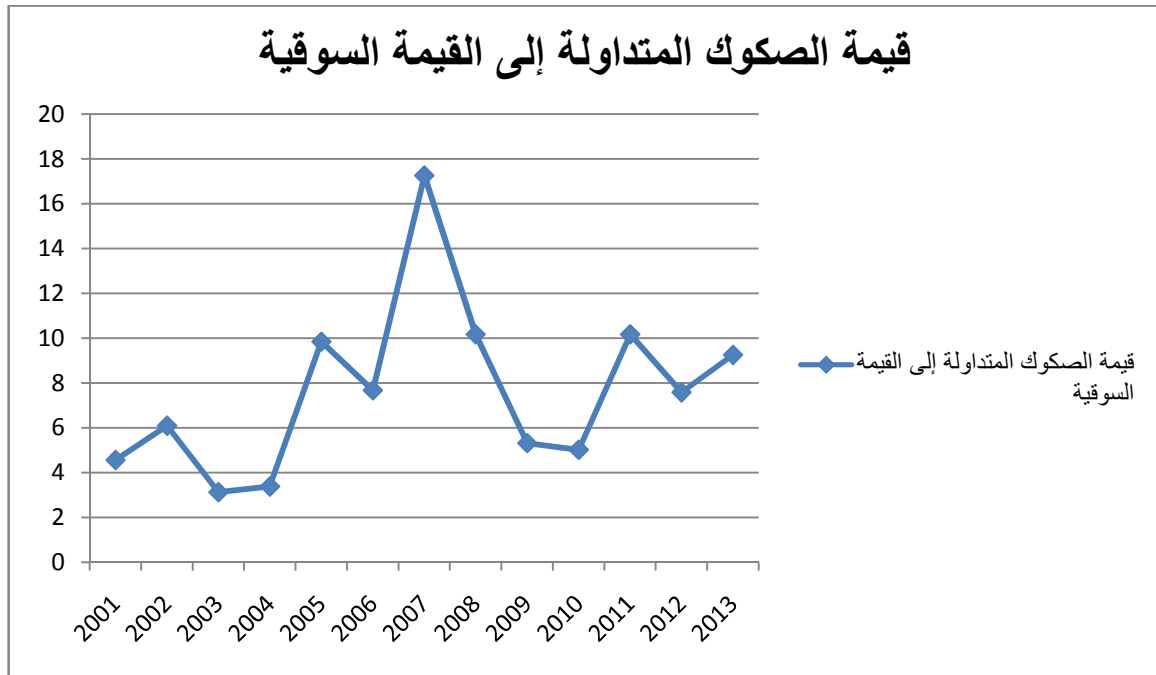
الجدول رقم (15): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2013.

الوحدة: مليون رينجت ماليزي

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قيمة الصكوك المتداولة	13.5	17.6	12	15.16	43.317	42.018	122.102	43.234	33.955	40.328	82.403	71.091	99.129
القيمة السوقية	296	289	384	448	440	548	708	425	639	803	810	938	1072
قيمة الصكوك المتداولة إلى القيمة السوقية %	4.56	6.09	3.13	3.38	9.84	7.67	17.25	10.17	5.31	5.02	10.17	7.58	9.25

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة.

الشكل رقم (30): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (15).

(1) - عبد الحميد فيجل، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه، أن مؤشر معدل دوران الصكوك في ماليزيا خلال الفترة من 2001-2013 شهد زيادة ملحوظة خلال الفترة من 2001-2007، حيث بلغ المؤشر أقصى قيمة له في 2007 بنسبة 17.25% بعد أن كانت نسبته في 2001 تقدر ب 4.56%. وبداية من سنة 2008 بدأ المؤشر في التذبذب حيث لم يأخذ أي اتجاه معين خلال الفترة من 2008-2013.

وعند مقارنة معدل دوران الصك بين الفترة 2001-2013 نلاحظ أنه قد ارتفع وكان أهم إرتفاع له سنة 2007، وهو ما يعكس النتيجة التالية:

- توفر السيولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

بعد دراستنا لدولة ماليزيا وتجربتها في مجال الصكوك الإسلامية، يتضح لنا أن ماليزيا تعتبر رائدة العمل المصرفي الإسلامي، وخاصة في مجال الصكوك الإسلامية حيث أظهرت جدارتها في هذا المجال، حيث تسيطر ماليزيا لوحدها على أكثر من نصف الإصدارات العالمية.

خلاصة واستنتاجات:

1. ماليزيا دولة إسلامية تقع في جنوب شرق آسيا ومن أهم تطلعاتها المستقبلية للحاق بركب الدول الصناعية في عام 2020، وهي تزخر بالعديد من الموارد الطبيعية، وهي ذات قوة اقتصادية عظيمة حيث استطاعت أن تحول اقتصادها من مصدر لبعض المواد الخام فقط إلى مصدر للعديد من المنتجات في مختلف القطاعات؛
2. سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو عبارة عن سوق تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من جميع المحظورات المحرمة شرعا كالربا، القمار والغرر؛
3. تخضع جميع معاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، وذلك للتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية وذلك عن طريق اللجان المكلفة في الرقابة والمتمثلة في قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واللجنة الاستشارية الشرعية، والتي تقع تحت سلطة هيئة الأوراق المالية الماليزية؛
4. تلعب هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا هاما في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وذلك من خلال توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة وكل ما يتعلق بتطوير سوق رأس المال الإسلامي، بالإضافة إلى التخطيط للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي وتوفير البنية القانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي؛
5. أنواع الصكوك التي يتم تداولها في ماليزيا هي صكوك المرابحة والبيع بثمن آجل، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، صكوك المشاركة، صكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار؛
6. بعض أنواع الصكوك في ماليزيا لا تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية فهي تقوم على بيع الدين النقدي وبيع العينة وهي صكوك المرابحة والبيع بثمن آجل وصكوك الاستصناع؛
7. تعتبر ماليزيا رائدة ومسيطر في مجال إصدار الصكوك الإسلامية سواء من حيث الدول أو من حيث العملات.
8. الشركات الإسلامية المدرجة في بورصة ماليزيا تفوق نصف العدد الكلي للشركات المدرجة خلال طول فترة الدراسة وذلك بسبب الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها وخاصة الصكوك الإسلامية؛
9. يتميز سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالكبر والاتساع حيث أن رسملة السوق الإسلامي إلى رسملة السوق ككل تفوق النصف خلال كل سنوات الدراسة.



خاتمة عامة

خلاصة عامة:

تستمد السوق المالية الإسلامية مفهومها من السوق المالية التقليدية بشكل عام، غير أن الفرق يكمن في أن السوق المالية الإسلامية تبتعد في تعاملاتها عن جميع المحرمات، وتكون خاضعة للرقابة للشرعية من قبل جهات مختصة للتأكد من أن معاملات هذا السوق تتوافق مع المعايير الشرعية التي المنصوص عليها. والصكوك الإسلامية هي من أهم وأكثر الأدوات تداولاً في السوق المالية الإسلامية، وعليه فإن إقامة سوق مالية إسلامية تلبي حاجات المسلمين وترفع عنهم الحرج أصبحت ضرورة حتمية، خاصة في ظل الإقبال الكبير على الأدوات الإسلامية التي تقدمها هذه الأسواق.

وبعد الدراسة النظرية والتطبيقية للموضوع، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج:

1. نتائج اختبار الفرضيات:

- أ- **الفرضية الأولى:** الصكوك الإسلامية هي عبارة أداة مالية شرعية، لذلك فهي تخضع للعديد من الأحكام والضوابط الشرعية عند إصدارها وتداولها حتى تكون هذه الصكوك خالية من جميع الشبهات. **صحيحة.**
- ب- **التفسير:** الصكوك الإسلامية عبارة عن أداة مالية شرعية تم استحداثها كبديل شرعي للسندات التقليدية القائمة على الربا، وحتى تكتسب هذه الصكوك صفة الشرعية لا بد أن تخضع لضوابط شرعية تحكم إصدارها وتداولها، حتى لا تخرج في تعاملاتها عن قواعد ديننا الحنيف.
- ب- **الفرضية الثانية:** تعتبر الأسهم العادية والصكوك الإسلامية من أهم الأدوات الشرعية التي يتم تداولها في الأسواق المالية. **صحيحة.**
- ب- **التفسير:** الأسهم العادية والصكوك الإسلامية هي من الأدوات المالية المباحة شرعاً والتي يتم تداولها في الأسواق المالية التقليدية والإسلامية، وذلك لابتعادها عن جميع الشبهات في تعاملاتها؛
- ت- **الفرضية الثالثة:** السوق المالية الإسلامية هي السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية الإسلامية. **صحيحة.**
- ب- **التفسير:** فالسوق المالية الإسلامية تستمد تعريفها من السوق المالية التقليدية، غير أن الفرق الحقيقي بينهما يكمن في أن عمليات السوق المالية الإسلامية تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وخالية من جميع الشبهات.
- ث- **الفرضية الرابعة:** تعتبر ماليزيا من أكبر الدول التي طبقت تعاليم الإسلام في معاملاتها المالية، لذلك يمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا قد التزم بجميع المعايير الشرعية المنصوص عليها عند إصدار وتداول الصكوك الإسلامية. **خاطئة.**

- التفسير: بعض الصكوك المصدرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا مثل صكوك المرابحة أو البيع بئمن أجل وصكوك الاستصناع، لا تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية، حيث تتم على أساس بيع العينة وبيع الدين.

2. نتائج الدراسة النظرية.

بعد الدراسة النظرية للموضوع تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

أ- الصكوك الإسلامية هي عبارة أداة مالية جاءت كبديل شرعي للسندات التقليدية والتي تقوم أساسا على سعر الفائدة المحرم شرعا، وهي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات في نشاط أو مشروع استثماري معين، ويشترك حملة الصكوك في الأرباح والخسائر الناتجة عن الموجودات التي تمثلها؛

ب- على الرغم من أن الصكوك الإسلامية تكون قائمة على عقد شرعي وخالية من جميع الشبهات، إلا أن حملتها يكونون عرضة للعديد من المخاطر التي تنتج عنها، وبالمقابل هناك العديد من الضمانات المتعلقة بها والتي تضمن حقوق حملة الصكوك التي أتاحتها لهم الشرع الإسلامي؛

ت- تختلف أنواع الصكوك الإسلامية باختلاف صيغ التمويل الإسلامي، ويخضع كل نوع من هذه الصكوك لضوابط وأحكام شرعية تنظم عملية إصداره وتداوله؛

ث- تستمد الأسواق المالية الإسلامية مفهومها من الأسواق المالية التقليدية، وهي لا تخرج عن كونها المكان الذي تلتقي فيه رؤوس الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، وذلك من أجل استثمار تلك الأموال في مشاريع مختلفة تعود عليهم بالعائد، غير أن السوق المالية الإسلامية تكون مقيدة بأحكام شرعية وتكون خالية من جميع الشبهات التي يتم التعامل بها في الأسواق التقليدية كالربا، القمار، الاحتكار، التدليس، النجش والغرر وغيرها من المحظورات الشرعية؛

ج- تختلف أنواع الأدوات المتداولة في السوق المالي التقليدي باختلاف السوق التي تصدر عنه هذه الأدوات، فنجد الأدوات المتداولة في سوق رأس المال كالأسهم والسندات، كما نجد الأدوات المتداولة في سوق النقد كأذونات الخزانة والقبولات المصرفية وغيرها؛

ح- تلعب الصكوك الإسلامية دور كبير في تطوير أسواق رأس المال، وذلك من خلال مد هذه السوق بتشكيلة متنوعة من الأدوات المالية الإسلامية، مما يؤدي إلى تطور السوق واتساعه.

3. نتائج الدراسة التطبيقية.

بعد الدراسة التطبيقية للموضوع تم التوصل إلى النتائج التالية:

أ- سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا هو ذلك السوق الذي تتوفر فيه مختلف فرص الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل والتي تكون متوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أن جميع أنشطة هذا السوق تكون خاضعة للرقابة الشرعية من قبل جهات رقابية شرعية عليا تابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، والمتمثلة في اللجنة الاستشارية الشرعية وقسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا؛

ب- تتمثل الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في صكوك المربحة والبيع بثمن آجل، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الوكالة بالاستثمار؛

ت- صكوك المربحة/ البيع بثمن آجل وصكوك الاستصناع في ماليزيا لا تتم وفق أحكام الشريعة الإسلامية ووفق ما هو منصوص عليه في هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث تقوم على أساس بيع العينة و تصكيك الدين النقدي؛

ث- تعتبر ماليزيا رائدة العمل المصرفي الإسلامي وخاصة في مجال الصكوك الإسلامية، حيث تسطير على أكثر من نصف إصدارات الصكوك في العالم.

4. التوصيات.

أ- نشر الوعي لدى الأفراد والمجتمعات في جميع أنحاء العالم، حول أهمية الصكوك الإسلامية والدور التي تؤديه، وما تتيحه من فرص استثمارية؛

ب- العمل على تطوير الأسواق المالية الإسلامية ومدتها بجميع الأحكام والضوابط الشرعية السليمة حتى تكون مثالا حقيقيا للتمويل الإسلامي؛

ت- ضرورة إنشاء سوق رأس مال إسلامي تكون منفصلة في هيكلها عن باقي الأسواق الأخرى، وذلك حتى تستطيع القيام بدورها على أكمل وجه؛

ث- السعي إلى توحيد المعايير الشرعية الخاصة بإصدار الصكوك الإسلامية بين هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومجلس الخدمات المالية الإسلامية؛

ج- ضرورة قيام اللجنة الاستشارية الشرعية في ماليزيا بإعادة النظر في إصدار صكوك المربحة/ البيع بثمن آجل وصكوك الاستصناع التي تقوم على بيع العينة وبيع الدين، حتى تكتسب صفة الشرعية

في جميع معاملاتها وتكون قابلة للتداول على مستوى العالم؛

5. آفاق الدراسة.

أ- إمكانية استفادة الجزائر من التجارب العالمية في الصكوك الإسلامية لتكون مركزا للمالية الإسلامية مع حلول عام 2030.

ب- إمكانية تحول أسواق رأس المال التقليدية إلى أسواق رأس مال إسلامية و تطبيق هذا التحول على بورصة الجزائر.



قائمة المراجع

أولاً: المصادر.

أ- القرآن الكريم.

ب- كتب الحديث.

1. أبي عبد الرحمن شرف الحق العظيم أبادي، عون المعبود على شرح سنن أبي داوود، كتاب البيوع، باب في أكل الربا وموكله، دار ابن حزم للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2005.
2. الجوزية ابن قيم، إعلام الموقعين عن رب العالمين، المجلد الخامس، العينة، دار ابن الجوزي، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 1423.
3. الدسوقي محمد عرفه، أحمد الدرير، حاشية الدسوقي على الشرح الكبير مع تقريرات، من أدلة الفقه المالكي، الجزء الثالث، دار إحياء الكتب العربية.
4. الموطأ للإمام مالك بن أنس، كتاب الجهاد، باب ما جاء في الغلول، الجزء الأول، دار إحياء التراث العربي، بيروت، لبنان، 1985.
5. شيبه الحمد عبد القادر، فقه الإسلام شرح بلوغ المرام من جمع أدلة الأحكام للحافظ ابن حجر العسقلاني، الجزء الخامس، كتاب البيوع، أبواب السلم والرهن والقرض، مطابع الرشيد بالمدينة المنورة، الطبعة الأولى، 1982.
6. موسوعة الحديث النبوي الشريف (الصحاح والسنن والمسائيد)، الإصدار الثاني، صحيح البخاري، كتاب البيوع، 78 باب بيع الفضة بالفضة.

ت- المعاجم.

- 1- أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، معجم مقاييس اللغة، الجزء 3، دار الفكر للطباعة، 1979.
- 2- ابن منظور الإفريقي أبو الفضل جمال الدين محمد بن مكرم، لسان العرب، دار المعارف، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر.
- 3- مذكور إبراهيم، المعجم الوجيز، مجمع اللغة العربية، مطابع شركة الإعلانات الشرقية، دار التحرير، مصر، 1989.
- 4- مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة، مصر، 2004.
- 5- محمود عبد الرحمن عبد المنعم، معجم المصطلحات والألفاظ الفقهية، دار الفضيلة، القاهرة، مصر.
- 6- نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار القلم، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2008.

ثانياً: المراجع.

أ- الكتب.

- 1- البراوي شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دراسة تحليلية نقدية-، دار الفكر المعاصر، الطبعة الأولى، دمشق، سوريا، 2002.
- 2- التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، بدون طبعة، الأردن، 2010.

- 3- الخليل أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 4- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
- 5- توفيق فتاح أبو بكر، استثمار الصكوك الإسلامية وهيمنتها على الأوراق المالية العالمية المعاصرة (دراسة موضوعية في واقع المالية المعاصرة)، دار النفائس، الطبعة الأولى، 2015.
- 6- حنيني محمد، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية-، دار النفائس، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
- 7- رستمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
- 8- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- 9- صافي وليد، البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
- 10- عبد العليم نجاح، أبو الفتوح عبد الوهاب، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.
- 11- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2006.
- 12- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، 2010.
- 13- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 14- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات- ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الطبعة الثانية، الأردن، 2009.
- 15- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، البحرين، 2010.
- 16- يوسف سامي كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية: الأزمة- المخرج، دار الفكر العربي، الطبعة الأولى، القاهرة، 2010.

ب- الرسائل والأطروحات.

- 1- أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات، المملكة العربية السعودية، 1989.
- 2- الأمين حامد أحمد إسحاق، الصكوك الاستثمارية الإسلامية وعلاج مخاطرها، رسالة ماجستير، تخصص: الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد، الأردن، 2005.
- 3- براضية حكيم، التصكك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية ، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011.

- 4- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية " دراسة في المقومات والأدوات " - من وجهة نظر إسلامية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
- 5- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 6- جدي ساسية، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية - دراسة حالة ماليزيا والسودان، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 7- حوحو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 8- زاهرة علي محمد بني عامر، التصكيك ودوره في تطوير مالية إسلامية، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، إربد، الأردن، 2008.
- 9- ساعد ابتسام، دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي - التجربة الماليزية نموذجاً-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017.
- 10- سلطان مونية، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني" دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 11- سمرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009.
- 12- شرون عز الدين، مساهمة نحو تفعيل دور الوقف النقدي في التنمية - دراسة حالة بعض البلدان الإسلامية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
- 13- طه سمور نبيل خليل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة فلسطين، 2007.
- 14- عيساوي سهام، دور المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال " دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 15- غزال محمد، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2013.

- 16- فيجل عبد الحميد، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالي الإسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية نموذجاً-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015.
- 17- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2014.
- 18- مباركي سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات - دراسة مقارنة- الجزائر، المغرب وتونس، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2004.
- 19- مزاهدية رفيق، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة باتنة، الجزائر، 2007.
- 20- نصبه مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
- 21- هولي رشيد، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة- دراسة حالة تونس، الجزائر والمغرب- رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011.

ت - المجالات.

1. بن عمارة نوال، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الدولية البحرين-، مجلة الباحث، العدد 9، 2011.
2. خالد فرحات منى، توريق الدين التقليدي والإسلامي (دراسة مقارنة)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 1، دمشق، سوريا، 2013.
3. عبد العظيم أحمد عدوان، بيع العينة وحكمه في الإسلام، مجلة الفتح، العدد 32، 2008.
4. علي درج أحمد، التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً، مجلة جامعة بابل (العلوم المصرفية والتطبيقية)، المجلد 23، العدد 3، 2015.
5. علي ضو مرعي وآخرون، أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية- سوق الأوراق المالية الماليزي نموذجاً-، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، الجامعة الأسمرية، العدد 5، جويلية 2015.
6. كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014.
7. مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، العدد 13، بسكرة، الجزائر، 2013.
8. مهداوي هند وآخرون، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية دراسة تجارب بعض البلدان الإسلامية والغربية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، العدد 12، عين تيموشنت، الجزائر، 2011.

1. أبو غدة عبد الستار، المخاطر في الصكوك و موقف الشريعة من ضمانها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24- 25 ماي 2010.
2. أحمد أبو بكر صفية، الصكوك الإسلامية، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول" دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي - 3 جوان 2009.
3. أحمد محيسن فؤاد محمد، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
4. الجارحي معبد علي، عبد العظيم جلال أبو زيد، أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 24- 26 ماي 2010.
5. الدماغ زياد، مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول الخدمات المصرفية الإسلامية والتمويل، يومي 15- 16 جوان 2010.
6. الشايجي وليد خالد، عبد الله يوسف الحجى، صكوك الاستثمار الشرعية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة.
7. المطلق عبد الله بن محمد ، الصكوك، بحث مقدم إلى ندوة الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010.
8. برودي نعيمة، التصكيك الإسلامي حجر الأساس لقيام سوق للأوراق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تلمسان، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013.
9. بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، مداخلة بعنوان أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، يومي 23- 24 فيفري 2011.
10. بولحية الطيب، عمر بوجميعة، دور الصكوك الإسلامية تمويل المشاريع التنموية" عرض للتجربة الماليزية ومدى إمكانية استفادة الجزائر منها"، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر العاصمة، يومي: 12- 13 أبريل 2016.
11. جباري شوقي، فريد خميلي، دور الهندسة المالية في علاج الأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 1-2 ديسمبر 2010.
12. جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة في الجامعة الإسلامية، فلسطين، ماي 2005.

13. حاج إبراهيم عبد الرحمان، خير الناس ربيع، التجارب الاقتصادية الناجحة في العالم الإسلامي و الدروس المستفادة، مسيرة الاقتصاد الإسلامي في ماليزيا من خلال أفكار د/محمد مهاتير .
14. حدو علي، نحو قيام سوق مالية إسلامية في ظل الواقع الحالي للسوق المالي الجزائري- دراسة لأهم التحديات المرتقبة وبعض الحلول المقترحة-، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12- 13 أبريل 2016.
15. حسين حامد حسان، أدوات التمويل الإسلامية الصكوك بديلا عن القروض بفائدة، الهيئة الشرعية العليا للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، الإمارات العربية المتحدة.
16. زلاطو نعيمة، مداخلة بعنوان سوق المالية الإسلامي في تمويل الاقتصاد الجزائري- الأطر النظرية والتنظيمية للأسواق المالية الإسلامية-، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية و المعنون بـ : "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016.
17. سعودي عبد الصمد، مسعودة بن لخضر، مداخلة بعنوان: صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية كمطلب من متطلبات تنشيط الأسواق المالية الإسلامية- دراسة تجربة صندوق أصايل للأسهم النقية في السعودية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12- 13 أبريل 2016.
18. صباغ رفيقة، هند مهداوي، الصكوك الإسلامية بين التنظير والتطبيق، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي: 12- 13 أبريل 2016.
19. عبد الباري مشعل، الصكوك " حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية والعائد، والضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين، مجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة العشرين، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012.
20. عبد الغفار الشريف محمد، الضوابط الشرعية للتوريق والتداول للأسهم والحصص والصكوك، بحث مقدم إلى منظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة.
21. عدلي زهير وآخرون، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية وتحقيق التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية و المعنون بـ : "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12- 13 أبريل 2016.
22. عماري صليحة، سعدان آسيا، الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارتها مخاطرهما، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية " آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
23. غادمن محمد نور الدين، تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية، قسم سوق المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، مركز الملك فهد للمؤتمرات الفندق القاري، الرياض، 25 أكتوبر 2008.
24. فتح الرحمن علي محمد الصالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، ورقة عمل مقدمة لمندى الصيرفة الإسلامية، بيروت، لبنان، 2008.

25. قرومي حميد، مداخلة بعنوان: صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية " الصكوك الإسلامية والوقفية"، كلية العلوم الاقتصادية، صفاقص، تونس، يومي 16-17 جوان 2014.
26. كتاف شافية، لطرش ذهبية، إجراءات ومتطلبات إنشاء وتفعيل السوق المالية الإسلامية- الأطر النظرية والتنظيمية للأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016.
27. كساب رقية، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية مع الإشارة لتجربتي ماليزيا والسودان، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أبريل 2016.
28. محمد عبد الحليم عمر، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة.
29. مرابط محمد، بوبريحة معاذ، الصكوك الإسلامية كألية لتفعيل و تطوير السوق المالية الإسلامية بالمملكة العربية السعودية- الواقع والتحديات-، الملتقى الدولي الثالث حول: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016.
30. مرزوق آمال، مداخلة بعنوان الصكوك ودورها في تفعيل الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، يومي 12-13 أبريل 2016.
31. معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، الجزائر، يومي 03-04 ديسمبر 2012.
32. مفتاح صالح، رحال فطيمة، واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 5 و6 ماي 2014.
33. ناص رسليمان، ربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بالتعاون مع الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ماليزيا، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، يومي 5 و 6 ماي 2014.
34. ناصر سليمان، ربيعة بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية-، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي بعنوان " إدارة المخاطر؛ التنظيم والإشراف"، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، أيام 06، 07، 08، أكتوبر 2012.

35. نصري أبو مؤنس رائد، خديجة شوشان، مداخلة بعنوان: الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأراضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية.

ج- المراجع باللغة الانجليزية.

1. Ahmad Ibrahim, **Applied Shari'ah In Financial Transactions**, International Islamic University Malaysia.
2. Azmi Omar, **Sukuk Market and Its Recent Developments**, islamic research and training institute, 11 August 2015.
3. Hafiz Majid Ab. Rashid, **An Exploratory Study On The Understanding And Accounting For Islamic Bonds : Perspectives Of Malaysian Bank Managers**, International University Malaysia, 6th December 2005.
4. Ijlal Ahmed Alvi, **Sukuk Overview & Trends**, International Islamic Financial Market, conference on the role of sukuk in development, Friday, 18th may 2012, point hotel barbaros , istanbul.
5. Ijlal Ahmed Alvi, **Sukuk Market Developments**, International Islamic Financial Market, the middle east asset management forum (MEAMF 2016) 30th -31 st may 2016, gulf hotel, kingdom of bahrain.
6. Md. Nurdin Ngadimon, Securities Commission Malaysia, **How sukuk works : introduction, structuring and its evaluation**, International conference on sukuk and islamic financing instrument, yarmouk university, irbid, jordan, 12-13 november 2013.
7. Mohd Yahya Mohd Hussin And others, **Development of Sukuk Ijarah in Malaysia**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol : 8 No : 2, Apr - Jun 2012.
8. Mohamad Zaid Mohd Zin And Others, **The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12), 2011.
9. Mohamad Akram Laldin, **islamic financial system : the malaysian experience and the way forward**.
10. Sudin Haron, Norafifah Ahmad, **the islamic banking system in malaysia-some issues-**, proceedings of the fourth harvard university forum on islamic finance.

ح- التقارير.

1. **Securities commission malaysia** : annual report 2002-2016.
2. **Islamic capital market, securities commission malaysia** : report (2010-2016).
3. **Bursa malaysia** : annual report 2005, 2006.
4. International Islamic Financial Market, **Sukuk Report**, March 2016, 5th Edition, ADIB.

خ- المواقع الالكترونية.

1. أحمد سالم ملحم، نشأة الصكوك الإسلامية وأهدافها: http://www.drahmadmelhem.com/p/blog-page_13

تاريخ الإطلاع: 21 مارس 2017، الساعة: 17:48.

2. قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي رقم 178 (4/19) بشأن الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، على الرابط التالي: <http://www.iifa-aifi.org/2300.html>.
3. نشأة الصكوك الإسلامية وتطورها: <http://ektisadiat.blogspot.com/2014/09/>.
4. مجمع الفقه الإسلامي الدولي: القرار رقم 188 (3 / 20) بشأن استكمال موضوع الصكوك الإسلامية، على الرابط: <http://www.iifa-aifi.org/2348.html>.
5. Bursa Malaysia, **Sustainability Report 2016**, at the heart asean's groth. http://www.bursamalaysia.com/misc/system/assets/17489/Bursa_Malaysia_Sustainability_Report_2016.pdf.
6. khairuddin zakaria, **islamic capital market**, ICM03-the sukuk market. Go cite : <http://www.utar.edu.my/fbf/file/ICM03-The%20Sukuk%20Market.pdf>.
7. Mohamed Ridza Abdullah, development of islamic banking in malaysia. http://www.ridzalaw.com.my/downloads/2011-klrca_newsletter.pdf.
8. Rashdan Ibrahim, **Malaysian Dominance In The Issuance of Sukuk Tradable & Liquid Market**, bashayer, Vienna, Austria, january 2010 . https://www.academia.edu/5783816/Malaysian_Dominance_In_The_Issuance_of_Sukuk_Tradable_and_Liquid_Market.
9. Securities Commission Malaysia, **What We Do**, <https://www.sc.com.my/about-us/what-we-do/>
10. Securitie Commission Malaysia, **GUIDELINES ON SUKUK**, 8 January 2014. https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/bondmkt/sukukGuidelines_08012014.pdf.