



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر بسكرة

كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية



الموضوع:

تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة المالية أنموذجا -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص:
الأسواق المالية والبورصات

إشراف الاستاذ الدكتور:

لخضر مرغاد

إعداد الطالب:

عبد الحميد فيجل

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة محمد خيضر - بسكرة	أستاذ	أ.د/ الطيب داودي
مقررا	جامعة محمد خيضر - بسكرة	أستاذ	أ.د/ لخضر مرغاد
ممتحنا	جامعة محمد خيضر - بسكرة	أستاذ محاضر - أ.	د/ رابح خوني
ممتحنا	جامعة الدكتور يحي فارس - المدية	أستاذ محاضر - أ.	د/ علي سماي

السنة الجامعية:

2015/2014

الآية

﴿...وَمَا آتَاكُمُ الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمْ عَنْهُ
فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ﴾

سورة الحشر، الآية 07

الإهداء

إلى والدي الكريمن حفظهما الله عز وجل، واللذين كانا وسيضلان نبع الماء الذي شربت منه الأخلاق وبسببه عرفت طريق العلم.

إلى كل إخوتي وأخواتي

إلى كل أصدقائي وكل من عرفني وأحبني بإخلاص

إلى طلبة ماجستير الأسواق المالية والبورصات دفعة 2013-2014.

كما لا أنسى كل من وقف عثرة في سبيل تحقيق نجاحي

أهدي هذا العمل المتواضع

شكر وتقدير

الحمد لله على نعمه التي لاتعد ولا تحصى، الحمد لله حمدا كثيرا كما ينبغي لجلاله وعظيم سلطانه، وأشكره على توفيقه وعظيم إمتنانه، فله الشكر كثيرا كما يعطي كثيرا وكما وفقنا لإنجاز هذا البحث وأتمنى أن يتقبله منا.

وبالكلام الطيب وأسمى عبارات الشكر والتقدير والثناء أتقدم إلى أستاذي العزيز الفاضل الاستاذ الدكتور **لخضر مرغاد** لمساعدته لنا في هذا البحث وأولى مساعدته لنا قبوله الإشراف على توجيهنا.

كما لأنسى كل أساتذة قسم الاقتصاد بجامعة بسكرة وجامعة المسيلة اللذين علمونا وريونا.

إلى كل من ساهم ويساهم في تطوير الإقتصاد الإسلامي والإرتقاء به إلى طموحات مجتمعنا وإلى كل من ساعدونا في إنجاز هذا البحث.

شكرا جميعا.

الملخص باللغة العربية:

تحتل أسواق رأس المال الإسلامية مكانة كبيرة في الإقتصاد الإسلامي إلا أنها لم ترقى إلى طموحات المجتمع الإسلامي نظرا لعدم تطورها ومواكبتها للتغيرات الاقتصادية- خاصة على المستوى العالمي - لذلك وجب العمل على تطويرها من مختلف جوانبها لاسيما ماتعلق بجانب الادوات المالية- الصكوك الإسلامية أساسا- لما تلعبه من دور أساسي في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.

إن الصكوك الإسلامية هي أحد منتجات التصكيك الإسلامي والذي هو الآخر منتج للهندسة المالية الإسلامية التي تعمل على تطوير سوق رأس المال الإسلامي خاصة فيما تعلق بجانب التحوط من مخاطر الاستثمار إضافة إلى ان الصكوك الإسلامية تساهم في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي كونها توفر السيولة اللازمة وتجذب متعاملين جدد إضافة إلى المتعاملين الاصليين كما أن قبولها على المستوى العالمي يجعلها عنصرا أساسيا في تسهيل التعامل في سوق رأس المال الإسلامي على المستوى العالمي وبالتالى تحقق الاستقرار لما توفره من عدالة وأمان للمتعاملين لأنها تستمد ضوابطها وقواعدها من الشريعة الإسلامية. وقد توصلت الدراسة ومن خلال تناول التجربة الماليزية أن الصكوك الإسلامية أثبتت نجاعتها في توفير بعض ماعجزت السندات الربوية عن توفيره، حيث ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في جذب عدد من الشركات الإسلامية وغير الإسلامية، كما زادت من رسيمة سوق رأس المال الإسلامي إضافة إلى قدرتها على توفير السيولة اللازمة للمتعاملين ومكنت من استقرار سوق رأس المال الإسلامي والاقتصاد ككل، وقد مكنت الصكوك الإسلامية الحكومة الماليزية من تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية والتنموية نظرا لتعددتها وتنوعها، وقد ساهمت هيئة الأوراق الماليزية في الرقابة على تعاملات سوق رأس المال الإسلامي وضبط تعاملاته وذلك من خلال إنشاء قسمين هما: قسم سوق رأس المال واللجنة الاستشارية الشرعية.

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال الإسلامي، الهندسة المالية الإسلامية، التصكيك الإسلامي، الصكوك الإسلامية، سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.


Les marchés aux capitaux islamiques Occupent une grande place dans l'économie islamique, mais il n'est pas à la hauteur des aspirations de la communauté musulmane en raison de l'absence de développement et l'absence du suivé le rythme des changements économiques – en particulier à l'échelle mondiale – il doit donc travailler sur le développement dans ses différents aspects, en particulier les prochaines aux instruments financiers – sukuku basiquement islamiques – qui jouent un rôle fondamental dans le développement du marché à capital islamique.

Les Sukuku l'une des produits de sécurisation islamique des produits islamique et qui est à son tour l'un des produits du génie financier islamique, qui participe au développement du marché à capital islamique ce qui concerne les précautions relation aux risques d'investissement en autre, ils contribuent à augmenter l'efficacité du marché aux capitaux islamiques car ils garentie la liquidité nécessaire et attirer de nouveaux clients en plus des partenaires premières. Les sukuku à reconnus à l'échelle mondiale. sont un élément clé dans la facilitation des transaction sur le marché à capital islamique au niveau mondial. ainsi la stabilité établie par la justice et la sécurité aux clients, car ils tirent ses règles de la charia islamique.

A travers l'étude cas malaisien, cette étude montre que ont une efficacité que les titre ne peuvent pas les fournir en attirant un certain nombre de sociétés islamiques et non-islamiques, et ont améliorant la capitalisation des marchés aux capitaux islamiques ainsi que sa capacité à fournir la liquidité nécessaire pour les clients à donner lieu la stabilité du marché aux capitaux islamiques et de l'économie dans son ensemble. Ils permettent au gouvernement malaisien de financer ses divers projets et le développement économique en raison de leur variété et leur diversité. La Commission des valeurs mobilières de la Malaisie à contribué du contrôle du marché à capital

islamique et régler ses transactions en créant deux services service du marché à capital islamique et Comité consultatif islamique.

Mots-clés: Marché à capital islamique ,Ingénierie financière islamique, sécurisation islamique, le Sukuk, Marché malaisien à capitale islamique.



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الآية

الإهداء

شكر وتقدير

الملخص باللغة العربية

الملخص باللغة الفرنسية

I..... فهرس المحتويات

أ..... المقدمة العامة

الجزء الأول: سوق رأس المال الإسلامي...الإطار النظري

02..... تمهيد

03..... المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال التقليدي

03..... المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

03..... الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

04..... الفرع الثاني: تاريخ نشأة الأسواق المالية

05..... المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وأقسامها

05..... الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

07..... الفرع الثاني: أقسام الأسواق المالية

13..... الفرع الثالث: شروط تكوين السوق المالي ومقومات نجاحه

16..... المبحث الثاني: سوق رأس المال من المنظور الإسلامي

16..... المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي (مفهومه، ودواعي قيامه)

16..... الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي

18..... الفرع الثاني: الأسباب الداعية لإقامة سوق رأس المال الإسلامي

20..... المطلب الثاني: مقومات، أهداف ومهام سوق رأس المال الإسلامي

20..... الفرع الأول: مقومات إقامة سوق رأس المال الإسلامي

20..... الفرع الثاني: أهداف سوق رأس المال الإسلامي

21..... الفرع الثالث: مهام سوق رأس المال الإسلامي

22..... المطلب الثالث: الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي والمعوقات التي يعاني منها

22..... الفرع الأول: الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي

24..... الفرع الثاني: معوقات إيجاد سوق إسلامي لرأس المال وبعض سبل علاجها

26.....	المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي
26.....	المطلب الأول: الأسهم
26.....	الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها
27.....	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
30.....	المطلب الثاني: السندات
30.....	الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها
31.....	الفرع الثاني: أنواع السندات
34.....	الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم والسندات
36.....	المبحث الرابع: العمليات في سوق رأس المال الإسلامي
36.....	المطلب الأول: العمليات العاجلة
36.....	الفرع الأول: تعريف العمليات العاجلة
36.....	الفرع الثاني: أنواع العمليات العاجلة
37.....	المطلب الثاني: العمليات الآجلة
37.....	الفرع الأول: تعريف العمليات الآجلة
37.....	الفرع الثاني: أنواع العمليات الآجلة
39.....	المطلب الثالث: ضوابط المعاملات (الاستثمار) في سوق رأس المال الإسلامي
39.....	الفرع الأول: الضوابط العقائدية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي
40.....	الفرع الثاني: الضوابط الخلقية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي
41.....	الفرع الثالث: الضوابط الاجتماعية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي
43.....	الفرع الرابع: الضوابط الاقتصادية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي
45.....	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: الهندسة المالية الإسلامية والحكم الإسلامي

47.....	تمهيد:
48.....	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية
48.....	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية
48.....	الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية
50.....	الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية وعوامل ظهورها
54.....	المطلب الثاني: فلسفة الهندسة المالية، مجالاتها ومخاطر تطبيقها الخاطئ
54.....	الفرع الأول: فلسفة الهندسة المالية
55.....	الفرع الثاني: المجالات المحددة لنطاق الهندسة المالية
56.....	الفرع الثالث: مخاطر التطبيق الخاطئ للهندسة المالية

58.....	المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية
58.....	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية
58.....	الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية وتاريخ نشأتها
60.....	الفرع الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية ومحدداتها
63.....	الفرع الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية
64.....	المطلب الثاني: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها
64.....	الفرع الأول: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية
66.....	الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية (المشتقات المالية الإسلامية)
69.....	الفرع الثالث: المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية
72.....	المبحث الثالث: التصكيك والصكوك الإسلامية - المفهوم والأهمية
72.....	المطلب الأول: التصكيك الإسلامية (نظرة عامة)
72.....	الفرع الأول: تعريف التصكيك الإسلامي
73.....	الفرع الثاني: الضوابط الهيكلية لعملية التصكيك الإسلامي وآليته
75.....	الفرع الثالث: أنواع التصكيك ودوافعه
78.....	المطلب الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية
78.....	الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية
80.....	الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية
83.....	الفرع الثالث: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأدوات الاستثمارية الأخرى
86.....	المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية
86.....	المطلب الأول: الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة
86.....	الفرع الأول: صكوك المقارضة (المضاربة)
89.....	الفرع الثاني: صكوك المشاركة
92.....	الفرع الثالث: صكوك المزارعة وصكوك المساقاة وصكوك المغارسة
93.....	المطلب الثاني: الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على عقود البيع
93.....	الفرع الأول: صكوك السلم
95.....	الفرع الثاني: صكوك الاستصناع
97.....	الفرع الثالث: صكوك المراجعة
100.....	الفرع الرابع: صكوك البترول
100.....	المطلب الثالث: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة)
100.....	الفرع الأول: مفهوم صكوك الإجارة وخصائصها
102.....	الفرع الثاني: أنواع صكوك الإجارة

المبحث الخامس: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.....	107
المطلب الأول: أهمية الصكوك الإسلامية على مستوى السياسات المالية والنقدية.....	107
الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسياسات المالية.....	107
الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والسياسات النقدية.....	107
المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في معالجة مشكلة البطالة وإسهامها التنموي.....	109
الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في علاج مشكلة البطالة والأموال المعطلة.....	109
الفرع الثاني: إسهام الصكوك الإسلامية في التنمية.....	111
المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة.....	114
الفرع الأول: مفهوم الموازنة (الميزانية) العامة في الاقتصاد الإسلامي وأهدافها الاقتصادية.....	114
الفرع الثاني: تمويل العجز في الموازنة العامة بواسطة الصكوك.....	115
خلاصة الفصل الثاني.....	117

الفصل الثالث: تأثير الصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الإسلامي وحدود التعامل بها

تمهيد.....	119
المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في سوق رأس المال الإسلامي.....	120
المطلب الأول: مفهوم الاستقرار المالي.....	120
الفرع الأول: تعريف الاستقرار المالي.....	120
الفرع الثاني: مظاهر عدم الاستقرار المالي.....	121
المطلب الثاني: عدم الاستقرار المالي في عام 2007 (الأزمة المالية الأخيرة).....	122
الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية الأخيرة.....	122
الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية الأخيرة.....	123
المطلب الثالث: ضوابط الاقتصاد الإسلامي في تحقيق الاستقرار المالي في أسواق رأس المال الإسلامي ودور الصكوك الإسلامية.....	127
الفرع الأول: ضوابط خاصة بالنظام المالي الإسلامي.....	127
الفرع الثاني: ضوابط خاصة بالأسواق المالية الإسلامية.....	128
الفرع الثالث: فعالية الصكوك الإسلامية في علاج الأزمات المالية والحد منها.....	129
المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.....	132
المطلب الأول: الصكوك الإسلامية والمصارف الإسلامية.....	132
الفرع الأول: مفهوم المصرف الإسلامي ومبادئه الأساسية.....	132
الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية للمصارف الإسلامية.....	135

137	المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية والمستثمرين
137	الفرع الأول: المستثمر وقرار الاستثمار
138	الفرع الثاني: فوائد الصكوك الإسلامية للمستثمرين
139	المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية والمدخرين
139	الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية
140	الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية وأهميتها للمدخرين
142	المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية والحكومة
143	الفرع الأول: الواقع التمويلي للحكومة
144	الفرع الثاني: أهداف إصدار الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة
145	المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
145	المطلب الأول: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
145	الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال
147	الفرع الثاني: مؤشرات قياس الكفاءة من منظور إسلامي
148	المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال الإسلامي والصيغ المختلفة لها
148	الفرع الأول: أنواع كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
150	الفرع الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
151	المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
151	الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي
154	الفرع الثاني: فعالية الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي
158	المبحث الرابع: حدود استخدام الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي
158	المطلب الأول: التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية
158	الفرع الأول: تحديات الصناعة المصرفية الإسلامية
159	الفرع الثاني: تحديات متعلقة بالمصارف الإسلامية
162	المطلب الثاني: تحديات متعلقة بالصكوك الإسلامية
162	الفرع الأول: مخاطر الصكوك الإسلامية
166	الفرع الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
167	الفرع الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية
171	المطلب الثالث: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية والرؤى المستقبلية
171	الفرع الأول: تحديات التطوير
174	الفرع الثاني: الرؤى المستقبلية
179	خلاصة الفصل الثالث

الفصل الرابع: واقع التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

- تمهيد: 181
- المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال الماليزي والرقابة الشرعية عليه 182
- المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال الماليزي ووظائفه 182
- الفرع الأول: نشأة سوق رأس المال الماليزي 182
- الفرع الثاني: وظائف سوق رأس المال الماليزي 184
- الفرع الثالث: أقسام سوق رأس المال الماليزي 185
- المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والرقابة الشرعية على معاملاته 189
- الفرع الأول: ماهية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ونشأته 189
- الفرع الثاني: تاريخ نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 192
- الفرع الثالث: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 194
- المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 197
- المطلب الأول: ضوابط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 197
- الفرع الأول: ضوابط إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي 197
- الفرع الثاني: ضوابط المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 200
- المطلب الثاني: أنواع الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي 202
- الفرع الأول: أدوات الملكية 202
- الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية 209
- المبحث الثالث: إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض التنمية الاقتصادية 229
- المطلب الأول: ملامح التنمية الاقتصادية في ماليزيا 229
- الفرع الأول: خطة التنمية في ماليزيا 229
- الفرع الثاني: العوامل الاقتصادية والسياسية المساعدة على نجاح التجربة الماليزية 231
- المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية في ماليزيا 233
- الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا 233
- الفرع الثاني: مظاهر استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية والمشاريع التنموية في ماليزيا ..
- 235
- المبحث الرابع: إصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأثرها على المتعاملين فيه 238
- المطلب الأول: المتعاملون في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا 238
- الفرع الأول: البنك المركزي الماليزي 238

239	الفرع الثاني: المؤسسات المالية.....
240	الفرع الثالث: متعاملون آخرون.....
241	المطلب الثاني: دور الصكوك في تلبية رغبات المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي... 241
241	الفرع الأول: الصكوك المصدرة لصالح الحكومة والشركات الخاصة.....
245	الفرع الثاني: صكوك إسلامية أخرى لإدارة السيولة للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
248	المبحث الخامس: أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي واستقراره.....
248	المطلب الأول: أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.....
248	الفرع الأول: مؤشرات حجم السوق.....
251	الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة).....
253	الفرع الثالث: مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية.....
255	المطلب الثاني: أثر الصكوك الإسلامية في ماليزيا على استقرار سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ..
255	الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك وماليزيا.....
258	الفرع الثاني: أثر الأزمة على أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.....
261	المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي.....
261	الفرع الأول: الخصائص المميزة للتجربة الماليزية.....
264	الفرع الثاني: الاعتراضات والمآخذ على التجربة الماليزية.....
265	خلاصة الفصل الرابع.....
267	الخاتمة العامة.....
274	قائمة المصادر والمراجع.....
303	فهرس الجداول.....
305	فهرس الأشكال.....

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

عانى العالم في الآونة الأخيرة أزمة مالية واقتصادية كبيرة أتت - الأزمة المالية والاقتصادية 2007- على أكبر الاقتصاديات الرأسمالية في العالم لاسيما الاقتصاد الأمريكي، كما هزت كيان وقواعد النظام الرأسمالي وأثبتت عدم صلاحيته وتناقضاته مع مبادئه التي كانت تعتبر - حسب الرأسماليين - مسلمات.

أمام هذا الوضع لم يجد علماء الاقتصاد الذين بحثوا في أسباب هذه الأزمة إسما مناسباً يطلقونه على هذه الأزمة فتارة يسمونها أزمة الرهون العقارية، وتارة أزمة مصرفية، وتارة أخرى أزمة ائتمان.... غير أن البحث في أسباب الأزمة أفضى إلى أن سببها الرئيسي يكمن في التعامل بالفائدة المرتبطة بالسندات والتي هي أحد أهم ركائز النظام الرأسمالي ككل وبالتالي أسواق رأس المال التقليدية.

تحتل أسواق رأس المال أهمية كبرى في كل الاقتصاديات على حد سواء، مما دفع الاقتصاديين إلى إعادة النظر في السندات الربوية المتداولة فيها، ومحاولة إيجاد بدائل مناسبة تحقق الاستقرار في الأسواق المالية وتمنع حدوث أوعلى الأقل تقلل حدوث الأزمات بها مستقبلاً.

في هذه المرحلة توجهت الأنظار نحو الصيرفة الإسلامية لعلها تضمن ذلك وتقود الاقتصاديات العالمية إلى بر الأمان، وهو ما فتح الباب على مصراعيه أمام الصناعة المالية الإسلامية كونها تستطيع أن تقدم البدائل المناسبة والمتمثلة في منتجات الهندسة المالية الإسلامية والتي من أهمها الصكوك الإسلامية.

إن هذه الصكوك القائمة على ضوابط الشريعة الإسلامية لم توجد لحل أزمات الأنظمة الاقتصادية غير الإسلامية إنما تم إيجادها للنهوض بالاقتصاديات الإسلامية وخاصة في مجال الصيرفة الإسلامية وأسواق رأس المال الإسلامية، إلا أن ماتمتمع به هذه الصكوك من مبادئ وأحكام مستمدة من الشرع الحنيف جعلها تلي متطلبات مختلف الاقتصاديات لاسيما غير الإسلامية منها.

ولما كانت الأسواق المالية عصب الحياة خاصة بالنسبة للاقتصاديات الإسلامية في وقت تحاطت فيه عوائد النفط كان لزاماً إيجاد منافذ لاستثمار هذه العوائد ومنع هجرتها نحو الغرب. منافذ تختص بها أسواق رأس المال الإسلامية، من خلال أدواتها الاستثمارية المختلفة وأهمها الصكوك الإسلامية وبالتالي تطلب الأمر الاهتمام بالصكوك الإسلامية وتطويرها وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية بما يمكن أن يضمن للمسلمين استثمار أموالهم بأكثر مرونة وأقل مخاطر من جهة وتنشيط حركية المصرفية الإسلامية والأسواق المالية من جهة ثانية وتكون بديلاً مناسباً للسندات التقليدية من جهة ثالثة.

أولاً: إشكالية البحث:

إن الصكوك الإسلامية ليست حديثة النشأة، إلا أن البحث في مجال تطوير أسواق رأس المال الإسلامية وتحديث أدواتها وابتكار أدوات جديدة تلي ماعجزت عن تحقيقه بقية الأدوات، أظهر عدم تميز الأدوات الإسلامية - خاصة الصكوك الإسلامية - بالشهرة المطلوبة التي تؤهلها لمقارعة السندات التقليدية وبالتالي حد من التعامل بها وحال دون بروز الأهمية البالغة التي تحضى بها خاصة في مجال أسواق رأس المال غير أن البحث عن

لحلول للأزمة المالية الأخيرة أظهر إهتماما بالغا بالصناعة المالية الإسلامية ككل والصكوك الإسلامية بشكل خاص، وكان الغرب من بين المهتمين بها حيث بدأت بريطانيا بالتفكير في إيجاد سوق للصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية من خلال الهيئة العليا للإشراف على المعاملات المالية والمصرفية في بريطانيا (FSA) في مارس 2007.

ونظرا لحاجة الاقتصاد الإسلامي البالغة والملحة لسوق رأس مال إسلامي جعل من الضرورة بمكان العمل على إيجاد هذه الأسواق والبحث عن السبل الكفيلة بتنشيطها واستقرارها ومحاولة إستحداث أدوات إستثمارية جديدة، وتطوير الأدوات الموجودة بما يتوافق مع أحكام الشرع الحنيف والترويج لهذه الأدوات والتعريف بها كما هي حالة الصكوك الإسلامية بما يمكن من تطوير السوق ورفع من كفاءتها وبالتالي تحقق الهدف المنشود منها إقتصاديا وتنمويا.

من هذا المنطلق يتبادر إلى أذهاننا صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث والتي يتضمنها السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن أن تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل وتطوير أسواق رأس المال الإسلامية ؟

وتندرج تحت هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية والتي تدور حولها هذه الدراسة:

- 1* ما المقصود بسوق رأس المال الإسلامي؟
- 2* ماهي أحكام العمليات وضوابط الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي؟
- 3* ماهي الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي؟ وما أحكامها الفقهية؟
- 4* ما المقصود بالهندسة المالية الإسلامية؟ وما أهميتها؟
- 5* ما الصكوك الإسلامية؟ والفرق بينها وبين مختلف الأدوات الأخرى؟
- 6* ما أثر الصكوك الإسلامية على استقرار سوق رأس المال الإسلامي؟ وما أثرها على كفاءته؟
- 7* هل ساهمت صناعة الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا؟

ثانيا: فرضيات البحث:

ومحاولة لإيجاد إجابة على التساؤلات تم اقتراح الفرضيات والتي حاولنا إختبار صحتها من عدمه في هذا البحث وهذه الفرضيات هي:

- 1* سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه تداول مختلف الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- 2* يتم الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي بوجود ضوابط متعددة هي: الضوابط العقائدية الأخلاقية، الاجتماعية والضوابط الاقتصادية.
- 3* يتم في سوق رأس المال الإسلامي تداول مجموعة من الأدوات كالأسهم والصكوك الإسلامية.

*4 الهندسة المالية الاسلامية عملية تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة كل هذا في إطار ضوابط الشرع الحنيف.

*5 الصكوك الاسلامية عبارة عن إحدى منتجات الهندسة المالية الاسلامية ويتم إصدارها في إطار أحكام الشرع الحنيف.

*6 إن الصكوك الاسلامية تؤدي دورا بارزا في استقرار سوق رأس المال الاسلامي ورفع كفاءته.

*7 لم تساهم صناعة الصكوك الاسلامية في تنشيط أسواق رأس المال الاسلامية في ماليزيا.

ثالثا: أسباب إختيار الموضوع:

إن إختيارنا لهذا الموضوع يرجع إلى عدد من المبررات والأسباب والتي منها:

1* الرغبة في البحث في مجال الاقتصاد الاسلامي عامة وبصفة خاصة في مجال الأسواق المالية كونها تندرج ضمن التخصص المزاوول.

2* الأهمية الكبيرة والدور الكبير الذي لعبته وتلعبه الأسواق المالية عامة وأسواق رأس المال خاصة على الساحة الاقتصادية وخير دليل على ذلك الأزمة المالية الأخيرة 2007.

3* محاولة المساهمة في النهوض بالاقتصاد الاسلامي من خلال محاولة الترويج له وإظهار ما يتمتع به من إيجابيات.

4* الإقتناع التام بأهمية الدور الذي تلعبه منتجات الهندسة المالية الاسلامية وبالأخص الصكوك الإسلامية في تنشيط أسواق رأس المال الإسلامية وزيادة كفاءتها.

5* الرغبة في إثراء المكتبة الإقتصادية الإسلامية ببعض الدراسات التي يمكن أن تساهم في إضاءة الطريق أمام بعض المهتمين بهذا المجال.

رابعا: أهمية البحث:

1- أهمية البحث بالنسبة للباحث:

تنبع أهمية البحث بالنسبة للباحث في ناحيتين أساسيتين هما:

أ- يمثل نقطة دخول إلى عالم الإهتمام بهذا الجانب من الإقتصاد وولوجه من أهم أبوابه في العصر

الحديث وهو سوق رأس المال الإسلامي.

ب- محاولة اكتساب ثروة معرفية في هذا المجال والوقوف على الواقع العملي الذي حققه هذا الإقتصاد

بعد أكثر من 14 قرنا من الوجود.

2- أهمية البحث بالنسبة للمجتمع:

يمكن لهذا البحث أن يفيد المجتمع في الجوانب التالية:

أ- إن البحث في ميدان سوق رأس المال الاسلامي يمكن المستثمرين المسلمين بصفة خاصة من

حماية أموالهم وتنميتها مما يساهم في ترشيد القدرات والامكانيات الاقتصادية لكل الأمة

الاسلامية.

ب- من جهة أخرى يمكن أن يكون هذا البحث كمنار لتوجيه المجتمع الإسلامي للتعامل بالأدوات الإستثمارية القائمة على مبدأ المشاركة.

3- أهمية البحث بالنسبة للمكتبة الاقتصادية الإسلامية:

أ- يمكن أن يكون هذا البحث كمرجع يعتمد عليه في اكتساب بعض المعارف وأخذ نظرة على أسواق رأس المال الإسلامية وآليات عملها والأدوات المتداولة فيها.

ب- يمكن أن يوفر هذا البحث أيضا بعض نقاط الإنطلاق للبحث في مواضيع أخرى في مجال الإقتصاد الإسلامي مما يوفر بحوث ودراسات أخرى تضاف إلى رصيد مكتباتنا الإسلامية.

خامسا: أهداف البحث:

إن الغاية من البحث في موضوعنا هذا " تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال -التجربة الماليزية أنموذجا-" هو التوصل إلى الأهداف التالية:

- 1* التعرف والتعريف بسوق رأس المال الإسلامي وإجراءات التعامل فيه، وكذا الأدوات المتداولة فيه ومختلف الأحكام المتعلقة بها إضافة إلى الضوابط الشرعية التي تحكم الاستثمار بهذه الأدوات.
- 2* المساهمة في إبراز الدور الكبير للهندسة المالية الإسلامية في إيجاد منتجات مالية تلعب دورا فعالا في أسواق رأس المال الإسلامية على غرار الصكوك الإسلامية وإبراز الأهمية التي تحظى بها في الإقتصاد والتنمية.
- 3* توضيح أهم جوانب تأثير الصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية ومدى إمكانية إحلالها محل السندات التقليدية القائمة على الربا.
- 4* الوصول إلى التفريق بين هذه الصكوك الإسلامية ومختلف الأدوات الاستثمارية الأخرى المتداولة في السوق.
- 5* إبراز بعض حدود ومخاطر الاستثمار بالصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية وكذا بعض آليات إدارة مخاطرها.
- 6* الوقوف على مدى التعامل بالصكوك الإسلامية في أسواق رأس المال الإسلامية في الواقع العملي من خلال التجربة الماليزية ومحاولة إبراز أهم الاختلافات مع الجانب النظري، ومحاولة تبيين أهمية المرحلة التي وصلت إليها التجربة الماليزية للاستفادة منها.

سادسا: منهجية البحث:

1* منهج البحث:

قصد الإحاطة بجوانب البحث المختلفة ومحاولة فهمها للوصول إلى تحقيق أهداف البحث جمع هذا البحث بين المنهجين التاليين:

أ- المنهج الوصفي التحليلي: وهذا لتشخيص موضوع الدراسة من جميع جوانبه ووصفه وصفا شاملا دقيقا وتم الاعتماد في ذلك على جمع البيانات والمعلومات من مختلف المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة، وهو الملائم لتوضيح بعض الجوانب المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي وأهمية الصكوك الإسلامية وتأثيرها على سوق رأس المال

الاسلامي باعتبارها أحد أهم منتجات الهندسة المالية الاسلامية وكذا بعض حدود الاعتماد على هذه الصكوك التي تحول دون الوصول إلى أن تلعب دور البديل للسندات التقليدية، كما تم استخدام بعض الدراسات والمراجع الاقتصادية المتاحة بخصوص البحث وكذا بعض أوراق الملتقيات والمؤتمرات، وبعض المعلومات المتاحة على بعض المواقع الالكترونية.

ب- المنهج الاستنباطي: وذلك من خلال محاولة الوقوف على الواقع العملي لسوق رأس المال الماليزي، واستنباط مختلف أوجه تأثير الصكوك الاسلامية عليه، وهذا من خلال المعلومات والبيانات والاحصائيات المتوفرة على المواقع الالكترونية للسوق في حد ذاتها وبعض التقارير من مواقع بعض المؤسسات المالية والمصرفية المدرجة ضمن السوق إضافة إلى بعض الدراسات التي تناولت هذه التجربة.

2* مجتمع الدراسة: تم إختيار التجربة الماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعا للدراسة كونها أشهر تجربة في مجال الصيرفة الاسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى على غرار السودان والبحرين، كما أنها تعتبر مثالا يحتذى به في مجال الإقتصاد الاسلامي.

سابعاً: الدراسات السابقة:

إن موضوع سوق رأس المال موضوعاً شاملاً وعميقاً وواسعاً بطبيعته ورغم نشأته الحديثة، ورغم تعدد الكتابات وتنوعها في ميدان الإقتصاد الاسلامي إلا أنها لم تتطرق إلى موضوع سوق رأس المال وعلاقته بالصكوك الاسلامية، إلا في بعض الجوانب من بعض الدراسات ولعل من هذه الدراسات التي إطلع عليها الباحث التالية:

1* دراسة نسبة مسعودة والموسومة بعنوان: "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجاً" وهي أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، (2012-2013) بجامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.

وقد تناولت الدراسة كل الجوانب المتعلقة بسوق رأس المال الاسلامي من خلال التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة به وكذا جوانب الاختلاف بينه وبين سوق رأس المال التقليدي، إضافة إلى الأدوات المتداولة فيه بما فيها صكوك الاستثمار الاسلامية وبعض الأحكام الفقهية المتعلقة بها.

كما تطرقت الدراسة أيضا إلى عقود المعاملات الحديثة في أسواق رأس المال كالعقود المستقبلية، الآجلة، الخيارات والمبادلات ومختلف الأحكام الفقهية المتعلقة بها.

كما مست الدراسة أيضا إجراءات التعامل في سوق رأس المال الاسلامي وحكمها ومشروعيتها ومختلف أنواع العمليات التي تتم بها والأحكام المتعلقة بها.

بعد ذلك حاولت الدراسة إسقاط الجانب النظري لسوق رأس المال الاسلامي على الجانب التطبيقي من خلال التجربة الماليزية من حيث تناول سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا والرقابة الشرعية عليه، وكذا التعاملات والأدوات المتداولة فيها.

وما يلاحظ على هذه الدراسة أنها أشارت إلى جانب من علاقة سوق رأس المال الإسلامي بالصكوك الإسلامية من خلال أثر هذه الأخيرة على كفاءة الأولى.

2* دراسة بن الضيف محمد عدنان والتي تحمل عنوان: "الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية" وهي عبارة عن مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل (2007-2008)، بجامعة محمد خيضر-بسكرة، الجزائر.

تعرضت الدراسة إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية من الجانبين الوضعي والشرعي من خلال مفاهيمه المختلفة ومختلف الضوابط الشرعية التي تحكمه، وكذا عقود الاستثمار الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية. كما إحتوت الدراسة أيضا على توضيح بعض الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي والوضعي وكذا الركائز الشرعية لقيام السوق المالية الإسلامية.

إضافة إلى مختلف إجراءات التعامل في السوق والأحكام المختلفة المرتبطة بالعمليات العاجلة والآجلة التي تتم بها، كما تناولت الدراسة أدوات الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل، وأشارت إلى المعاملات والادوات الاستثمارية الحديثة، ثم تم إسقاط هذه الدراسة على واقع سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية. وما يلاحظ على هذه الدراسة أنها أشارت إلى الصكوك الإسلامية كونها من الأدوات الحديثة المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية.

3* دراسة علام عبد النور تحت عنوان: "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام-دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية" وهي عبارة عن مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير تخصص الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة (2011-2012)، بجامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر.

وقد تضمنت الدراسة السندات من المنظور الشرعي من خلال إصدارها وتداولها وحكم التعامل بها، كما تناولت الدراسة الإطار النظري للصكوك الإسلامية والتكييف الفقهي لها من خلال التعريف بها وخصائصها وأهميتها الاقتصادية، وكذا آلية إصدارها وتداولها والحكم الفقهي لذلك، إضافة إلى ذلك أشارت إلى بعض الجوانب المتعلقة بها من الناحية المحاسبية، كما تطرقت الدراسة إلى تبيان الأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية وفق معيار أساليب التمويل الإسلامي، مع الإشارة إلى بعض أوجه المقارنة بين هذه الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية.

كما تناولت الدراسة بعد ذلك دور الصكوك في التمويل المستدام من خلال التطرق لماهية التمويل المستدام وعلاقته بكفاءة السوق المالية إضافة إلى الإشارة إلى ضعف الكفاءة الاقتصادية للنظام التمويلي التقليدي، وكذا دور الصكوك الإسلامية في تطوير التمويل المستدام من حيث علاقتها بالموازنة العامة وتعبئة المدخرات، إضافة إلى علاقتها بالأزمات المالية والدورات الاقتصادية والتنمية الاجتماعية، ثم تم إسقاط هذه الدراسة على التجربة الماليزية والتجربة البحرينية في شكل مقارنة بينهما.

وما يلاحظ على هذه الدراسة أنها لم تتناول علاقة الصكوك الإسلامية بسوق رأس المال الإسلامي.

4* دراسة أسامة عبد الحليم الجورية والتي عنوانها: "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد" وهي عبارة عن بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، (1430هـ-2009م)، دون ذكر بلد النشر.

حيث تناولت الدراسة مختلف الأوراق المالية وتاريخ نشأتها من أسهم وسندات ثم تطرقت إلى صكوك الاستثمار وخصائصها والفرق بينها وبين الأوراق المالية التقليدية، ثم الرقابة الشرعية عليها إضافة إلى مختلف العمليات على هذه الصكوك، كما تناولت الدراسة أيضا الأنواع المتعددة للصكوك وتداولها وأهميتها في التنمية الاقتصادية، وكذا أهمية بعض الصكوك كل على حدى ومختلف تأثيراتها إن على مستوى الاقتصاد الكلي أو المحلي وكذلك الاقتصاد العالمي.

وما يمكن ملاحظته على هذه الدراسة أنها لم تتناول العلاقة بين الصكوك وأسواق رأس المال الإسلامية إلا من خلال بعض الإحصائيات المتعلقة بحجم إصدارها بهذه السوق.

5* دراسة نبيل خليل طه سمور تحت عنوان: "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" وهي رسالة لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال، بكلية التجارة، (1428هـ-2007م) الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين.

حيث ركزت الدراسة على الإطار النظري لسوق الأوراق المالية من خلال المفاهيم المختلفة المتعلقة بالسوق المالية عموما وكذا سوق الأوراق المالية وكفاءتها، كما تناولت الدراسة أيضا سوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي من حيث الأدوات المتداولة فيها ومختلف عملياتها العاجلة والآجلة مع الإشارة إلى مختلف الأحكام الفقهية المتعلقة بهما، ثم حاولت إسقاط بعضا من هذه الدراسة النظرية على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ويلاحظ على هذه الدراسة أنها أشارت إلى الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات المتداولة في السوق شأنها شأن بعض الأدوات المالية الأخرى كالأسهم.

6* دراسة نوال بن عمارة بعنوان: "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية-تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية-البحرين" والتي هي عبارة عن مقال نشر في مجلة الباحث، العدد التاسع 2011، جامعة ورقلة- الجزائر.

حيث تناولت الدراسة الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية من خلال مفهومها وأهميتها، وكذا أهدافها وخصائصها إضافة إلى أنواعها المختلفة والضوابط المتعلقة بها، كما أشارت الدراسة إلى بعض التحديات التي تحول دون تطورها وبعض الرؤى المستقبلية لتطورها، لتشير ضمنا إلى الدور الكبير الذي تتبادلته الصكوك الإسلامية مع السوق المالية الدولية في البحرين كون إحداها ضروري لقيام الآخر.

غير أن هذه الدراسة لم تبرز جوانب التأثير بينهما واكتفت بالإشارة إلى أن تطور السوق المالية الإسلامية من بين تحديات تطوير الصكوك الإسلامية.

7* دراسة سليمان ناصر، وريعة بن زيد الموسومة بعنوان: "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية- دراسة تطبيقية على الصكوك الإسلامية السودانية" وهي محتوى ورقة بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي تحت عنوان: "إدارة المخاطر، التنظيم والإشراف"، المنعقد أيام 06-07-08 أكتوبر 2012 بمعهد الدراسات المصرفية عمّان-الأردن.

حيث تناول البحث المفاهيم المتعلقة بالصكوك الإسلامية وعلى وجه خاص الصكوك الحكومية، إضافة إلى الأنواع المختلفة للصكوك الإسلامية وأهميتها في تمويل عجز الموازنة العامة للدولة، كما تطرق البحث إلى المخاطر المختلفة للصكوك الإسلامية وكيفية ظهورها في الصكوك الحكومية وكذا المصادر المختلفة لمخاطر الصكوك الإسلامية، مع التركيز على كيفية قياسها وإدارتها ثم حاول البحث إسقاط ذلك على التجربة السودانية في الصكوك الحكومية في الفترة (2005-2010).

وقد إقتصرت هذه الدراسة في مجملها على مخاطر الصكوك الإسلامية وجوانبها المختلفة ولم تتطرق إلى الدور الذي يمكن أن تلعبه في أسواق رأس المال الإسلامية.

ماتميز به دراستنا:

إن هذه الدراسة ماهي إلا إضافة لبعض ماكانت تناولته الدراسات السابقة الذكر وتكمن جوانب الإضافة في توضيح بعض الجوانب الهامة في تأثير الصكوك الإسلامية على حركية ونشاط أسواق رأس المال وكذا الدور الكبير الذي تلعبه في تحقيق الاستقرار سواء على المستوى المالي أو المصرفي، كما تعد الدراسة أيضا وقفة على مساهمت به هذه الصكوك في مجالات التمويل في أسواق رأس المال الإسلامية، من خلال الإعتماد على بعض المراجع والدراسات والتقارير من المواقع الالكترونية ومحاولة إستنباط جوانب الأثر من خلال التجربة الماليزية لسوق رأس المال الإسلامي.

ثامنا: صعوبات البحث:

لاشك أن أي بحث ليكون بحثا فيجب أن يتعرض لبعض الصعوبات، ونحن بدورنا واجهتنا بعض الصعوبات في بحثنا هذا ولعل من أهمها:

- قلة الدراسات التي تناولت الموضوع رغم أن الكتابات المتعلقة بالاقتصاد الإسلامي كثيرة ومتنوعة.
- غياب تدريس سوق رأس المال الإسلامي في الجامعات الجزائرية، وعدم ممارسته من طرف المؤسسات المالية والمصرفية الجزائرية، وانعدام سوق مالية أيضا توجب ذلك اللجوء إلى إسقاط الدراسة على التجربة الماليزية كونها أهم تجربة رائدة في هذا المجال مما سيكلف الباحث عناء البحث عن المعلومات المتعلقة بها من مختلف المواقع الالكترونية.

- إضافة إلى ذلك قد تتطلب الدراسة الكثير من الجهد لمحاولة اكتساب قاعدة نظرية تمكن من التنسيق بين جوانبه والإحاطة بحيثياته.

تاسعا: خطة وهيكل البحث:

من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة من هذا البحث وقصد التوصل على نتائج إختبار الفرضيات المقترحة وبالتالي حل إشكالية البحث تم إقتراح هيكل الخطة التالي:

الفصل الأول: سوق رأس المال الإسلامي...الإطار النظري

تناولنا من خلال هذا الفصل التطرق لمختلف المفاهيم والجوانب المتعلقة بالسوق المالية ككل من المنظور التقليدي ثم تكلمنا عن سوق رأس المال الإسلامي من حيث المفاهيم والرقابة الشرعية عليه والأدوات المتداولة فيه، إضافة على إجراءات التعامل وضوابط الاستثمار فيه.

الفصل الثاني: الهندسة المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي

تناولنا داخل هذا الفصل بعض المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية والهندسة المالية الإسلامية، ثم تطرقنا إلى المفاهيم المختلفة المتعلقة بالتصكيك، بعد ذلك تناولنا الصكوك الإسلامية كأحد منتجات الهندسة المالية الإسلامية من المفهوم إلى الخصائص والأنواع ثم أهميتها الإقتصادية والتنموية.

الفصل الثالث: تأثير الصكوك الإسلامية على سوق رأس المال الإسلامي وحدود التعامل بها

تطرقنا في هذا الفصل من البحث إلى جوانب تأثير الصكوك على حركية ونشاط سوق رأس المال الإسلامي من خلال تأثيرها على الاستثمار والمستثمرين في السوق وكذا مساهمتها في توفير السيولة اللازمة لمختلف المصارف والمؤسسات المصرفية كونها إحدى المتعاملين في السوق، إضافة إلى ذلك تناولنا فيه أيضا دور الصكوك في تحقيق الإستقرار في سوق رأس المال الإسلامي ومدى مساهمتها في رفع كفاءته.

الفصل الرابع: واقع التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

كان هذا الفصل عبارة عن إسقاط - قدر الامكان- للجانب النظري على التجربة الماليزية، وقد إحتوى هذا الفصل على مدخل لسوق رأس المال الماليزي والرقابة الشرعية عليه من خلال نشأته ومفهومه وأهميته، وكذا خصائصه وأقسامه، إضافة إلى الأدوات المتداولة فيه من أسهم وسندات وكذا أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة فيه، كما تضمن الفصل أيضا مقارنة بين إصدارات الصكوك والسندات التقليدية لفترة معينة (2001-2013) واستنباط الدلائل، كما تم التطرق إلى أثر إصدارات الصكوك على بعض المتعاملين كالمصارف والمؤسسات المدرجة في السوق، ومدى مساهمتها في تحسين كفاءة سوق رأس المال الماليزي واستقراره مع الإشارة إلى بعض العوائق التي تحول دون عملية الإصدار وكذا الآفاق المستقبلية لإصدارات الصكوك .

الفصل الأول:

سوق رأس المال الإسلامي... الإطار النظري

تمهيد:

لاشك أن الأسواق المالية في أي اقتصاد تشكل عصب الحياة كونها مكان التقاء بين فئتين مختلفتين في الاحتياجات وكذا الأهداف، هما - الفئتين - أصحاب الفائض وأصحاب العجز، من أجل تبادل الأموال ولآجال مختلفة وبالتالي تنشيط الحالة الاقتصادية للبلد بصفة عامة، غير أن للأسواق المالية منظورين هما المنظور التقليدي والمنظور الإسلامي حيث يتميز الثاني عن الأول بكونه تحكمه مبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاته، إضافة إلى تنوع أدواته وكفاءتها وتنوع العمليات فيه .

لذلك تدور أفكار هذا الفصل حول سوق رأس المال بصفة عامة وسوق رأس المال الإسلامي بصفة

خاصة وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث هي التالية:

المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال التقليدي.

المبحث الثاني: سوق رأس المال من المنظور الإسلامي.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الرابع: العمليات في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال التقليدي

تؤدي الأسواق المالية في الاقتصاديات الوضعية - التقليدية - دورا كبيرا من حيث توفير الأموال وتسهيل حركتها كونها مناخا خصبا للاستثمار وتداول الأوراق المالية وهو ما سنتناوله في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

الفرع الأول: تعريف الأسواق المالية

حتى يتم تعريف الأسواق المالية يجب معرفة أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام. والسوق يمثل الوسيلة التي يتلقى من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق كما أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق.¹

وقد جاء في المعجم الوسيط أن: "السوق هو الموضع الذي يجلب إليه المتاع والسلع للبيع والإبتاع (تؤنث وتذكر)".²

أما في "لسان العرب" لابن منظور فإن السوق موضع البياعات³، أي الموضع الذي تجلب إليه السلع والأمتعة ويتم بيعها فيه.

أما المال فيعرف لغة: كما جاء في لسان العرب:

المال: معروف، ما ملكته من جميع الأشياء⁴. أي أن لفظ المال عند العرب يطلق على كل ماتم امتلاكه.

ويمكن ذكر التعاريف الآتية للسوق المالي:

1- يعرف السوق المالي بأنه: "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتتداول داخل إطاره التنظيمي (الأصول المالية)".⁵

2- كما يعرف السوق المالي بأنه: "مجموعة المؤسسات أو القنوات التي بنسب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة لمن هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين".⁶

¹ - مصباح أسامة علي، شراب، "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية - دراسة تطبيقية -"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية - غزة، فلسطين، 2006، ص 22.

² - مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، (مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004)، ط4، ص ص: 464-465.

³ - ابن منظور، لسان العرب، (دار المعارف، مصر، 1981)، المجلد الثالث، باب السين، ص 2154.

⁴ - المرجع السابق، المجلد السادس، ص 4300.

⁵ - إسماعيل أحمد، الشناوي وعبد المنعم، المبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، (الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2002) ص 118.

⁶ - صلاح الدين حسن، السيسي، بورصات الأوراق المالية - الأهمية. الأهداف، السبل. مقترحات النجاح، (عالم الكتب، القاهرة - مصر، 2003)، ص 11.

3- كما تم تعريف سوق المال بأنه: "كيان اقتصادي يتم فيه التقاء البائع والمشتري لإجراء الصفقات المالية التي تحقق الفائدة لكلا الطرفين"¹.

4- ويرى "هوشيار معروف" أن السوق المالية هي: "(وسيلة ينتفي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بـ(الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حد ما (عادات وتقاليد وأعراف) معتمدة محلياً ودولياً"².

ونحن من جهتنا يمكن إعطاء التعريف الشامل التالي للسوق المالية:

السوق المالي هو ذلك المجال الذي يعمل كوسيلة تجمع مجموعات مختلفة من المتعاملين في الأموال، وأهم هذه المجموعات والمؤسسات (أصحاب الفائض وكذا الوسطاء وأصحاب العجز)، بحيث يتم تبادل وانتقال هذه الأموال بين هؤلاء المجموعات عن طريق هذه السوق سواء كان محلياً أو دولياً وسواء كانت فترة الأموال طويلة أم قصيرة الأجل بواسطة أدوات مختلفة تسمى الأدوات المالية (الأوراق المالية).

الفرع الثاني: تاريخ نشأة الأسواق المالية

يرجع تطور الأسواق المالية إلى تطور أسواق السلع والخدمات، وإن لم تكن تعرف بهذا الاسم، حيث كان يسمح للتجار بعرض بضائعهم وتحديد أسعارها وأسعارها الآجلة.³

فمنذ حوالي (4000) عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرفة بعد أن تطورت التجارة وظهرت أشكال من التعامل المالي والنقدي ومن أهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة.

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، بالتحديد عام (527) وأطلقوا عليها (Cillegia-Mercatoum)، إذ شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة، فهي تشبه إلى حد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.

إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي يترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، انعكست هذه العلاقة بالتحصل النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية مما ترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية.

¹ - فهد عبد الله، الحويطي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، (مطابع دار الهلال للأؤفست، الرياض-السعودية، 2006)، ط2، ص 61.

² - هوشيار، معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2003)، ص 58.

³ - رسمية أحمد، أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، (دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005)، ص 09.

وتشير الشواهد التاريخية أن أول بورصة أنشأت في مدينة أنغرس البلجيكية عام (1576) ثم أمستردام في هولندا عام (1608)، ثم في لندن عام (1666)، وبعدها في باريس عام (1808) ثم تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام (1892)، وبقيت تتطور حتى وصلت إلى ما هي عليه في عصرنا الحالي.¹

وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والإقتصادي للدول:²

المرحلة الأولى: وتميزت بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ومحال الصرافة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات مختلفة.

المرحلة الثانية: وتميزت ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية.

المرحلة الثالثة: وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل،(المصارف الصناعية والعقارية والزراعية...) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.

المرحلة الرابعة: وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية لإندماج السوق النقدي في السوق المالي وبداية ظهور اسواق ثانوية لتبادل هذه الاوراق(أي البورصات)، بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

المرحلة الخامسة: وهي مرحلة إندماج الاسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، حيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود والطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الإقتصادية العامة فيها.

المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية وأقسامها

الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية

إن الوظيفة الرئيسية لأسواق المال هي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي لديها فائض دخل إلى وحدات الإنفاق ذات العجز التي لديها فائض دخل من الأفراد والمنظمات التي يفوق تيار دخلها النقدي الجاري إنفاقها النقدي الجاري. أما وحدات الإنفاق ذات العجز فهي الوحدات التي يتجاوز إنفاقها الجاري التيار الجاري لدخلها النقدي.³

كما يؤدي سوق المال بعضا من الوظائف الثانوية منها:⁴

¹ - عباس كاظم،الدعمي،السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية،(دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010)،ص:115-

116

² - صلاح الدين حسن، السيسي، مرجع سابق، ص ص : 07-08.

³ - باري سجل، النقود والبنوك والاقتصاد(وجهة نظر النقديين)، ترجمة: طه عبد الله، منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن، عبد المجيد، (دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 1987)، ص ص: 69-70.

⁴ - إلياس، بن ساسي ويوسف، قويشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، (دار وائل، الأردن، 2006)، ص 434.

- يعتبر سوق المال هيئة رقابية خارجية ذات موضوعية، تساهم في مراقبة أداء المؤسسات وذلك اعتماداً على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية مؤشر جيد للأداء.
- تتوفر هذه الأسواق على مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار من شتى مجالات الاستثمار.

وترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل يمكن تلخيصها بالآتي:¹

- 1- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها أعباء كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون وما قد يترتب على هذه الديون من عواقب، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- 2- عدم قدرة البنوك التجارية على التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها: مشاكل التضخم ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك وخاصة عند منحها القروض المتوسطة وطويلة الأجل، إضافة إلى أن هذه القروض غالبا ما تعطى بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- 3- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- 4- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملات القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية حيث يمكن لتلك الأسواق طرح الأسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- 5- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، بما يعود عليهم بأرباح مقبولة ومخاطر قليلة وخاصة في حالة توظيفها في شركات استثمار أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.
- 6- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل أية خسائر.
- 7- وضع التشريعات والتعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة والمتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم والسندات وتسعيرها وطرحها من قبل مؤسسات السوق المالية المختصة.

¹ - رسمية أحمد، أبو موسى، مرجع سابق، ص ص: 12-13.

- 8- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، مما يضمن سلامة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر، وبالتالي تنظم عملية تداول الأوراق المالية حفاظاً على السعر وبناءً على قوى العرض والطلب.
- 9- تعتبر الأسواق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمر على الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً. وبهذا نرى أن الأسواق المالية تلعب دوراً اقتصادياً وتنموياً واجتماعياً فهي وسيلة ومحرك الاقتصاد في أي بلد مهما كان متقدماً أو نامياً.

الفرع الثاني: أقسام الأسواق المالية

يشكل أجل العمليات المالية التي تتم في الإطار التنظيمي لسوق المال أهم معيار للتفرقة بين جناحي سوق المال في أي بلد، وهما: سوق النقد وسوق رأس المال.¹

أولاً: سوق النقد

1-1- تعريف سوق النقد:

هي الأسواق التي تتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل فيها، والتي ترتفع درجة سيولتها، وتنخفض درجة المخاطرة فيها، لذلك تقل فيها معدلات العائد بالمقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية.²

ويؤدي سوق النقد وظائف مفيدة للاقتصاد الوطني منها:³

- 1- المساعدة على تحقيق التوزيع الأمثل والاستخدام الأقصى للموارد المالية على الاستخدامات المختلفة وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأرصدة النقدية وتوجيه المدخرات إلى أوجه الاستثمار المختلفة.
- 2- تشجيع الأفراد على الادخار لأنه يقدم أداة يستطيعون من خلالها توجيه المدخرات إلى الاستخدامات الاستثمارية وفي الوقت نفسه الاحتفاظ بالقدرة على تنضيضها بتكاليف متدنية وبصورة سريعة. ويؤدي ذلك إلى تخفيض كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد لأغراض الاحتياط والمعاملات.

¹ - بن عزوز، عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية-مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص13.

² - فليح حسن، خلف، الأسواق المالية النقدية، (عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006)، ص57.

³ - محمد بن علي، القرني، مقدمة في النقود والبنوك مع تطبيقات على المملكة العربية السعودية وعناية بالمفاهيم الإسلامية، (مكتبة دار جدة، السعودية، 1996)، ص ص: 106-107.

- 3- ويقدم سوق النقد الوعاء المناسب لتنفيذ السياسة النقدية من قبل البنك المركزي (خصوصا عمليات السوق المفتوحة). كما أنه يلعب دورا مهما في توفير المعلومات المفيدة حول اتجاهات أسعار الفائدة والطلب على الأرصدة النقدية والتي تستعين بها السلطات النقدية في رسم تلك السياسة. وبدون وجود مثل هذا السوق فإن أكثر أدوات السياسة النقدية تصبح ضئيلة المفعول.
- ويرى (رزق) بأن أهمية الأسواق النقدية ترجع إلى الأسباب الآتية:¹
- 4- توفر للمتعاملين فيها وسائل متعددة تمكنهم من خلالها على تعديل مراكزهم النقدية.
- 5- تمكن السلطات النقدية كالبنوك المركزية من الرقابة على عرض النقود في الاقتصاد القومي.

1-2- خصائص سوق النقد:

- تتسم سوق النقد بخصائص عديدة تميزها عن غيرها من الأسواق المالية والتي يمكن أن نذكر منها ما يأتي:²
- تتداول ف الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.
 - تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود وهذا ما دفع الناس خطأ إلى إطلاق اسم الأسواق النقدية عليها.
 - نظرا لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال-التي تتعامل بالأدوات الاستثمارية لطويل الأجل- تعاني من مخاطر أقل للفشل.
 - إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي فإنها في الواقع غالبا ما تكون أسواق جملة لمعاملات كبيرة تتجاوز في الولايات المتحدة مثلا وفي حالات عديدة مليون دولار. وهذا بلا شك يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال توسط سماسرة brokers أو متاجرين dealers يتركز دورهم في جمع الزبائن في صالات خاصة بالتبادل في البنوك الكبيرة وذلك لأن من الصعب على صغار المستثمرين أو المستثمرين الأفراد بشكل عام تملك هذه الأدوات مباشرة وعلى انفراد، وهذا بلا شك يقلل أيضا من درجة المخاطرة.
 - إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمها المحددة باستثناء الودائع المصرفية.

¹ - عادل محمد، رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية: من منظور إداري ومحاسبي، (دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2004)، ص

² - هوشيار، معروف، مرجع سابق، ص ص: 133-134.

- تقوم الأسواق النقدية بممارسة الكثير من وظائف البنوك التجارية. وفضلا عن ذلك تتميز هذه الأسواق بقدرتها على تجاوز التكاليف الفرصية للفوائد المصرفية وبالتالي فإنها تستقطب الأموال الكبيرة الموجهة للاستثمار في فترات قصيرة.

1-3-الأدوات المتداولة في سوق النقد:

ويتم استخدام الأدوات المالية قصيرة الأجل في سوق النقد ومن أبرزها:¹

1-أدوات الخزينة Treasury Bills:

وهي أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، تعد إحدى أدوات الدين العام، إذ تقوم الحكومة بإصدار هذه الأوراق وبيعها للمستثمرين الراغبين بشراؤها مثل شركات التأمين والبنوك والمؤسسات المالية الأخرى والأشخاص بخضم عن قيمتها الاسمية وتمتاز هذه الأوراق بسهولة التصرف بها فضلا عن تدني المخاطر التي تتعرض لها.

2-الأوراق التجارية قصيرة الأجل Commercial papers Shorttime:

وهي أوراق مالية تعد من أدوات الاستثمار وتتخذ غالبا بشكل سندات إذنية promissory Notes تصدر عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية، وتعد الأوراق التجارية من أقدم أدوات الاستثمار قصيرة الأجل في سوق النقد.

3-شهادات الإيداع المقابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit:

وتعد من أدوات الاستثمار المهمة في سوق النقد، وهي أداة دين ترتب لحاملها حقا على وديعة مصرفية مودعة لأجل. وتصدر عن المصارف التجارية بقيم اسمية مختلفة ومدد مختلفة لا تزيد عن السنة الواحدة. ويثبت عليها عادة سعر الفائدة.

4-القبولات المصرفية Bankers Acceptance:

وهي عبارة عن سحوبات مصرفية يستخدمها في الغالب المستوردون المحليون في استيراد بضائع أجنبية على الحساب ويتأرجح تاريخ استحقاقها ما بين شهر وستة أشهر.

5-اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements:

وهي عبارة عن اتفاق بين مصرف أو جهة مانحة للقروض من ناحية وشركة مقترضة من ناحية أخرى. إذ تقوم الشركة المقترضة ببيع الأوراق المالية التي تملكها (أسهم، سندات، أذونات خزينة...) إلى البنك بسعر محدد وتتعهد الشركة المقترضة بموجب الاتفاق بشراء هذه الأوراق بسعر أعلى في تاريخ محدد وتتأرجح مدة الاتفاقية بين (03) إلى (14) يوم وقد تكون ليوم واحد فقط وتسمى في هذه الحالة اتفاقية إعادة الشراء لليلة واحدة (Orenight Repo).

¹ - حيدر يونس كاظم، الموسوي، "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)"، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2009، ص ص : 40-41.

6-أمر السحب القابل للتداول (Negotiable ordres of vrithdrawal):

وهو نوع من الودائع المصرفية استحدثت في بعض الدول: يجمع بين مزايا الودائع الجارية وودائع التوفير، إذ يمكن للمودع تحرير أو سحب أمر قابل للتداول في الوقت الذي يمكنه الحصول على فوائد رصيد الوديعة.

ثانيا: سوق رأس المال

2-1-تعريف سوق رأس المال

سوق رأس المال هو القسم الثاني في الأسواق المالية، إضافة إلى سوق النقد. ويعرف سوق رأس المال بأنه: "ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال"¹. كما يعرف سوق رأس المال أنه: "السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات الأعمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود لفترات طويلة أو متوسطة"². كما تم تعريف سوق رأس المال بأنه: "مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام وعلى الأوراق المالية طويلة الأجل (أي الأسهم والسندات) بشكل خاص"³.

ونحن نرى من جهتنا أن سوق رأس المال:

هو ذلك السوق الذي يتعامل فيه مختلف عارضي وطالبي الأصول المالية والتي تتمثل أساس في الأسهم والسندات لفترة طويلة الأجل أو متوسطة، وبكميات ضخمة والهدف من هذه السوق أن يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما:⁴

1- يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويل الأجل المصدرة وبالتالي توفر للشركات التمويل اللازم لاستثماراتها.

2- تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين "مخافض استثمارات" من خلال شرائهم الأوراق المالية في تلك الأسواق.

ولسوق رأس المال شكلان:⁵

1-أسواق حاضرة (فورية): تتعامل بأوراق مالية طويلة الأجل، وفيها تنتقل الأوراق لمشتريها فور إتمام الصفقة بعد دفع القيمة.

¹ -عبد الغفار، حنفي ورسمية، قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، (الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2005)، ص 07.

² - حازم بدر، الخطيب، "دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد الحادي عشر، ماي 2007، ص: 165-186.

³ - الزبيدي، حمزة، الاستثمار في الأوراق المالية، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001)، ص 114.

⁴ - عادل محمد، زرق، مرجع سابق، ص 09.

⁵ - فؤاد محمد أحمد، محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ملخص دراسة للحصول على درجة الدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر، ص 12.

2- أسواق مؤجلة (مستقبلية): تتعامل كذلك بأوراق مالية طويلة الأجل لكن تنفيذ الاتفاقات والعقود يتم بتاريخ آجل على تاريخ إبرام العقد.

وتنقسم الأسواق الحاضرة إلى ما يلي:

1- السوق الأولية (سوق الإصدارات):

وهي السوق التي يجري فيها التعامل بإصدارات الأسهم والسندات وزيادة رؤوس الأموال عن طريق رسملة الاحتياطي الاختياري والأرباح المدوّرة.

2- السوق الثانوية (سوق التداول):

وهي السوق التي يجري فيها التعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها واستكمال إجراءات الاكتتاب بها. وتشمل السوق النظامية والموازية، وسوق السندات، وعمليات التحويل خارج القاعة.¹

3- السوق الاحتكاري:

وتتمثل في وزارة المالية (الخزانة) أو البنك المركزي في بعض الدول، حيث يحتكر التعامل فيها بأنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة مثل السندات الادخارية.²

وتجدر الإشارة إلى أن الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال وخاصة الأسهم Stocks والسندات Bonds هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال أو البورصات.³

2-2- خصائص سوق رأس المال وأهميتها:

بما أن سوق رأس المال شبكة تمويل طويل الأجل، تقوم على الإصدار، من خلال بيع القيم المتداولة - الأسهم والسندات - والمساعدة في تعبئة الادخار الفردي⁴، فهي تتميز بعدد من الخصائص وهي:⁵

- 1- سوق رأس المال يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.
- 2- الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً ويهتم المستثمرون بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال.
- 3- يتسم هذه السوق بكونه أكثر تنظيمًا من السوق النقدي لكونه متعامل به من قبل الوكلاء والمتخصصين.

¹ - زياد، رمضان ومحفوظ، جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، (دار وائل للنشر، الأردن، 2006)، الطبعة الثالثة، ص 280.

² - فؤاد أحمد محمد، محيسن، مرجع سابق، ص 13.

³ - عبد الغفار، حنفي ورسمية، قرياقص، أسواق المال (بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، (دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية-مصر، 2003)، ص 17.

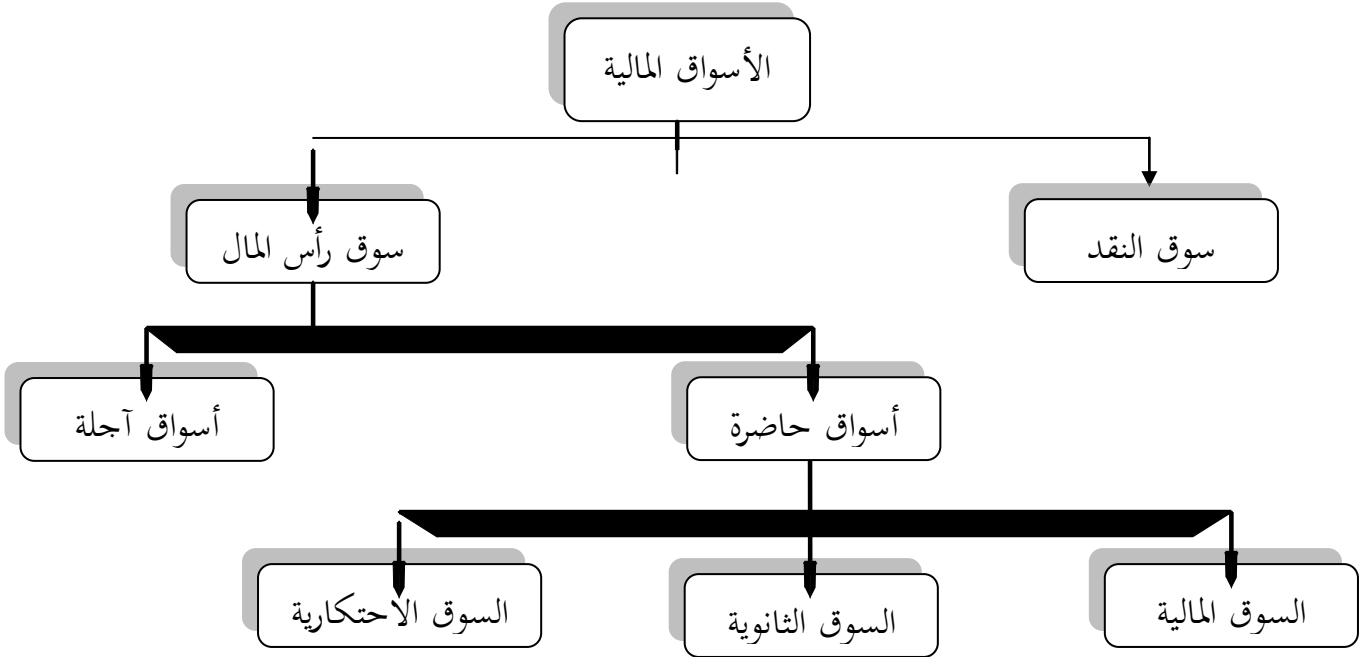
⁴ - p. Conso la Question financière de l'entreprise, (dunod, France, 1989), tome2, 7^{eme} édition, p387.

⁵ - دارين وشاح، وشاح، "دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكر مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2009، ص 16.

- 4- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار في السوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل مما يحتمل مخاطر سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.
- 5- يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المختلفة لكي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.
- إن هذه الخصائص المختلفة لسوق رأس المال زادت من أهميته الاقتصادية والتنموية، وتظهر أهمية سوق رأس المال فيما يلي:¹
- 1- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.
 - 2- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.
 - 3- تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.
 - 4- مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية. أي أن أسعار هذه الأوراق مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية.
- يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فعندما تنخفض الأسعار-وهو ما يعد مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد- يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللين الاقتصاديين وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها.
- 5- حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في أسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها. ويمكن تمثيل مكونات السوق المالي بالشكل التالي:

¹ - ضياء، مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)، ص ص: 07-08.

الشكل رقم (01): مكونات (أقسام) الأسواق المالية.



المصدر: إعداد الطالب اعتماداً على المعلومات السابقة (الواردة أعلاه).

الفرع الثالث: شروط تكوين السوق المالي ومقومات نجاحه

إن تكوين أي سوق مالي لا بد أن يتم وفق شروط، تمكن من توفير مقومات تعمل على نجاحه وتطويره.

أولاً: شروط تكوين السوق المالي

هناك عدة شروط يجب توافرها لتكوين السوق المالية نذكر منها:¹

- 1- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة؛ إن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والتي تتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي يمكن أن تتم بدون توفير المؤسسات المالية داخل الدولة، ويتطلب من هذه المؤسسات تحسين ورفع أسعار الفائدة، وتحسين الشكل الخارجي للجهاز المصرفي وزيادة عدد فروعها.
- 2- تحويل المدخرات إلى استثمارات؛ وهناك عدة طرق تم اتباعها لهذا الغرض منها اقتطاعات إجبارية من الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات قوية، وتخصيص أيام خاصة بالجمهور لزيارة البورصات، وإنشاء ما يسمى بنوادي الاستثمار.
- 3- إنشاء بورصات للأوراق المالية؛ وأهم مهامها تحويل الأموال المدخرة إلى أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين، وتحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

¹ - جمال جويدان، الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002)، ص 21.

- 4- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في السوق المشتركة؛ ومن الملاحظ وجود اتفاقيتين ضريبتين على نطاق الدول العربية هما، اتفاقية تجنب الازدواجية الضريبية ومنع التهرب من الضرائب، واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.
- 5- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها؛ ففي حالات نشر بيانات عن الخطة الاقتصادية للدولة يستطيع كلا من القطاع الخاص وصغار المستثمرين معرفة الشركات التي يمكن المشاركة فيها وتمويلها بدلا من الجهود التي تبذلها الخزينة العامة لتمويل النقد اللازم لها.
- 6- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي وعدم وجود رقابة على النقد؛ فيجب على الدولة المضيفة أن توفر للمستثمرين وخاصة الأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأس المال الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.
- إضافة إلى ذلك نرى من جهتنا أن الاهتمام بالعنصر البشري وتأهيله يدخل في صميم الشروط الملحة لتكوين أي سوق مالي كونه هم من يسير المؤسسات وينسج الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في السوق وكذا تسيير مختلف وسائل الإعلام والسهر على تنظيمها ومتابعتها ورقابتها.

ثانيا: مقومات نجاح الأسواق المالية

طبقا لمفهوم السوق المالية يمكن التمييز بين نوعين من المقومات لإنشاء الأسواق المالية¹ وهي:

1-2- مقومات أساسية: وتحتوي على:

- 1- مناخ ملائم للاستثمار قائم على عنصري الثقة والتنظيم.
- 2- فلسفة اقتصادية واضحة، تسمح لرأس المال الخاص بتكوين الشركات المساهمة.
- 3- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق المال، فالتنوع في الأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين.
- 4- مؤسسات مالية ومصرفية متنوعة ومتعددة قادرة على خلق الفرص وتجميع المخاطر وتقليلها.
- 5- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى استثمارات مختلفة الآجال التي يقوم السوق بتحفيظها.

2-2- مقومات مساندة: والتي تتمثل في:

- 1- أنظمة اتصال فعالة ومتطورة وكفؤة لتوفير المعلومات الدقيقة والموثوق بها حول حركة الأسعار.
- 2- أنظمة كفؤة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل نشاط الاقتصاد.
- 3- تشريعات تضيفي صفة المنافسة الكاملة ومنع الاحتكار، لتفعيل السوق بأرضية للعرض والطلب.
- 4- هيكل مؤسسي منظم، يعبر عنه بجهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة بشرط الحياد والخبرة.

¹ - التميمي، أرشد وسلام أسامة، عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، (دار المسيرة للنشر، عمان-الأردن، 2004)، ص 112.

- 5- تشريعات وأحكام تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب وتحديد التصرفات التي تعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.
- وقد أضاف الدكتور -عصام فهد العرييد- مقومات عديدة يعتمد عليها نجاح الأسواق المالية أهمها:¹
- 1- وجود نظام محاسبي سليم بحيث يسمح بتوفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات وتلبية متطلبات المستثمرين.
- 2- مراعاة مبدأ الإفصاح المطلوب عن المعلومات المحاسبية التي تعكس حقيقة المراكز المالية للشركات والبنوك وأرباحها الفعلية والمتوقعة، من أجل تقييم أسعار الأسهم المتداولة بقيمتها الحقيقية.
- 3- توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية، بهدف التمكن من استخدام البيانات والمعلومات المتاحة، في إجراء تقويم حقيقي للمراكز المالية للشركات والبنوك المصدرة للأسهم، والوصول إلى التقويم العادل للأسعار السوقية لهذه الأسهم.
- ومن الواضح في هذه المقومات الدور المهم لنظام المعلومات في نجاح الأسواق المالية كونه يعمل على توفير المعلومات لمختلف المتعاملين لأجل اتخاذ القرار، وكذا المساهمة في تحديد الأسعار العادلة لمختلف الأسهم المتداولة في السوق، ومن ثم زيادة كفاءته.

¹ - عصام فهد، العرييد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، (دار الرضا للنشر، سوريا، 2002)، ص150.

المبحث الثاني: سوق رأس المال من المنظور الإسلامي

لاشك أن سوق رأس المال الإسلامي يلعب دورا هاما في الاقتصاد الإسلامي كونه يتيح الفرصة لممارسة الاستثمار بمختلف الصيغ المباحة شرعا والتي تجذب مختلف الشرائح (مؤسسات أو أفراد) للتعامل بها لتحقيق مجموعة من الأهداف لكن في النهاية يستفيد الاقتصاد الإسلامي ككل، ومن هنا جاء هذا المبحث ليعطي صورة ولو مبسطة على سوق رأس المال في الاقتصاد المشهور بقيامه على المشاركة إنه الاقتصاد الإسلامي.

المطلب الأول: سوق رأس المال الإسلامي (مفهومه، ودواعي قيامه)

الفرع الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي

إن سوق رأس المال الإسلامي جزء مهم من النظام الاقتصادي الإسلامي ككل، ويمكن إيراد التعاريف التالية لهذا السوق:

1) 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 أفراده ومؤسساته 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، وهكذا يمكن القول أن سوق رأس المال تشتمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين، وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية، وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون سوق رأس المال إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية.²

وما يلاحظ على هذا التعريف أنه:

- أغفل مدة المعاملات (أجل المعاملات) في السوق.

- كما أنه ركز على ضرورة وجود ضوابط شرعية تحكم المتعاملين وكذا معاملاتهم.

2) كما تم تعريفه كما يلي: "إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال يضع أصول وقواعد الإفصاح الكامل فهو يحول دون استفادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، ويمنع الاحتكار والغش والخداع ويحصر التعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة وتنحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة، فهو يهدف لأن

¹ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص32.

² - المرجع السابق، ص32.

يجعل الأسواق المالية عامل استقرار وأداة تنمية ووسيلة لتجميع المدخرات وتمويل المشاريع لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الاقتصادي، وإحداث الاختيارات والأزمات المالية".¹

ومن خلال هذا التعريف يظهر جليا أنه تعريف من جانب التعاملات، إذ أنه يقوم على نبد كل أشكال الممارسات الضارة بباقي المتعاملين من غش واحتكار وخداع... وهي أهم ما يميز سوق رأس المال الإسلامي. وإضافة إلى هذا أشار التعريف إلى ضرورة الإفصاح عن كل المعلومات لكل المتعاملين ما من شأنه أن يحدث المساواة بينهم.

(3) ويرى الدكتور "سليمان ناصر" أن سوق رأس المال الإسلامي هو: "سوق يتم فيها تداول أموال الاستثمار على أساس توقعات ربح المنشآت، والتي تعكس فيها المعدلات النسبية للربح الكفاءة النسبية لتلك المنشآت، والتي تكون معدلات الربح فيها ليست بالفعل احتلال السوق، أي تخصيص أموال الاستثمار يكون حسب العائد المتوقع وبالتالي فإن الموارد المالية ستخصص لتمويل المشاريع ذات العائد الأعلى، مما ينتج عنه حسن تخصيص الموارد في ظل تجميع ونشر المعلومات المهمة ليسهل على المتعاملين المقارنة بين الفرص الاستثمارية".²

أما من وجهة نظرنا فيمكن صياغة تعريف أكثر شمولاً ودقة واختصاراً كما يلي:

"سوق رأس المال الإسلامي هو ذلك السوق الذي تجري فيه المعاملات المالية المتوسطة والطويلة الأجل بين مختلف الوحدات (أفراد، مؤسسات، بنوك...) وتداول أموال الاستثمار لتحقيق أهداف مختلفة، وتتم هذه المعاملات بقدر عال من الإفصاح والشفافية والقيم الأخلاقية والتطبيق الكامل لمبادئ الشرع الحنيف، إن على مستوى المتعاملين أو على مستوى عملياتهم أو مختلف الأدوات التي يتعاملون بها".

ويتميز سوق رأس المال الإسلامي عن سوق رأس المال التقليدي من عدة جوانب هي:³

أ- من حيث المتعاملين في السوق: إن يضم سوق رأس المال الإسلامي السماسرة والشركات والتي تتعامل في الأوراق المالية الجائزة شرعاً. إضافة إلى بعض الشركات والمؤسسات التقليدية شريطة التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

ب- من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق: إذ يتم تداول أوراق مالية عدة في سوق رأس المال الإسلامي والتي منها: الأسهم، وصكوك الاستثمار الشرعية (الصكوك الإسلامية) مثل: صكوك المضاربة، صكوك المراجعة صكوك المشاركة، صكوك السلم... .

¹ - عبد الرزاق، خليل وعادل، عاشور، "دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسيات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، بسكرة، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006 ص07.

² - سليمان، ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص248.

³ - حيدر يونس، الموسوي، المصارف الإسلامية أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، (دار البازوري، عمان-الأردن، 2011)، ص 125 وما بعدها بتصرف.

ج- من حيث أساليب التعامل: ذلك أن التعامل في سوق رأس المال الإسلامي يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثم الالتزام بالأحكام الشرعية المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل: عقد المراجعة، عقد المشاركة، وعقد المضاربة... إذ لا غرر ولا نجش ولا غش، بل يسود الصدق والأمانة وانتشار الأخلاق في التعامل بهذه السوق.

إن هذه المميزات استمدها سوق رأس المال الإسلامي من الخصائص المميزة للاقتصاد الإسلامي ككل والذي استمدها هو الآخر من تعاليم ديننا الحنيف.

الفرع الثاني: الأسباب الداعية لإقامة سوق رأس المال الإسلامي

تلعب الأسواق المالية الإسلامية دوراً أكثر من مهم في الاقتصاد الإسلامي كونها أحد أهم عناصر النظام المالي ككل باعتبارها المكان الذي يتم فيه تبادل الأموال بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز. وبالتالي فإنه من الممكن، أن نخلص إلى إيجاز أهم الأسباب الداعية لإقامة سوق رأس المال الإسلامي في النقاط التالية:¹

1- تمثل الأسواق المالية الإسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتبادل السلع والمنتجات والأوراق المالية التي تقرها الشريعة الإسلامية.

2- من أهم عوامل نجاح الأسواق المالية في تحقيق أهدافها أن محتويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والاقتصادية وهو ما يبحث عنه البائعون والمشترون من المسلمين بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية، بمعنى أن إمكانيات استثمار أموالهم تكون مجمدة.

3- إقامة خلايا التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والتراحم بين المستثمرين المسلمين الذين لم يجدوا فرصة الاستثمار في الأسواق المالية الغربية لما فيها من بيوع مخالفة للشريعة، ومن أكثر هذه البيوع شيوعا:

- بيع الإنسان مالا يملك.

- بيع الإنسان ما اشتراه قبل قبضه.

- البيع التضمن عدم تحديد السعر وتعليقه على سعر السوق في يوم معين أو خلال فترة محددة.

- بيع وشراء الأوراق المالية المحظورة السندات والأسهم الممتازة.

- البيوع المتضمنة خيارات غير مشروعة في الإسلام.

4- من أهم العوامل التي تسهم في إنجاح هذه الخطوة اتحاد الدين والمصالح المشتركة، أضف إلى ذلك تباين الإمكانيات الاقتصادية للدول الإسلامية، سواء كانت تجارية أم زراعية أم حيوانية، وكذلك

¹ - قيصر عبد الكريم، الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، (دار رسلان، دمشق-سوريا، 2006)، ص 245-247.

- اختلاف هيكله إمكانيات الإنتاجية الصناعية بين هذه الدول وتباين رأس المال البشري في هذه الدول أيضا.
- 5- تفعيل أساليب الاستثمار الإسلامي في السوق المالية الإسلامية، أكثر فاعلية مقارنة مع تفعيلها في السوق المالية التقليدية، وهي بذلك تسهم في إنجاح العملية الاستثمارية في السوق المالية الإسلامية.
- 6- التخلص من السيطرة والتبعية الاقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، علما أن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة العامل على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للاستقلال المنهجي في توجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية.
- 7- يمكن العمل في سوق رأس المال الإسلامي بالخيارات الشرعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية مثل خيار المجلس* وخيار الشرط** وخيار العيب*** وهي بدائل إسلامية عن الخيارات غير الشرعية في أسواق المال التقليدية.
- 8- نجد الكثير من الأموال والمواد الخام الموجودة في الدول الإسلامية غير مسخرة لخدمتها، بل في خدمة الدول الرأسمالية الكبرى وذلك لكونها تملك زمام المديونية الخارجية (قروض الفائدة)، والحق أن الكثير من الدارسين لهذا المشروع نادى بضرورة إيجاد سوق مالية إسلامية بديلة تدعم إمكانيات الدول الإسلامية، وتنسجم مع طبيعة تعاليم دينها الحنيف، إلا أن هذه النداءات لم تلق تنفيذا لها، بل تم الاكتفاء بالترحيب بالفكرة، والتوصية في المؤتمرات التي تعقد بين حين وآخر كعنصر مهم من الطروحات الحضارية الإسلامية أملا في إيجاد تغيير في مجريات العمل الاقتصادي والإنمائي، باتجاه صناعة مقومات النهضة التي تتوق لها شعوب الدول الإسلامية.
- 9- تقليل خطر الاستثمار نتيجة حتمية لتنوع أساليب الاستثمار الإسلامي ولا سيما أسلوب المشاركة الذي يقتضي توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وأفضل تنوع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار وجود السوق المالية الإسلامية.

* - خيار المجلس: يراد به إذا حصل الإيجاب والقبول من البائع والمشتري وتم العقد فلكل واحد منهما حق إبقاء العقد أو إلغائه ما دام في المجلس (أي محل العقد)، ما لم يتبايعا على أنه لا خيار، والأصل فيه قوله (ص): "البيعان بالخيار ما لم يتفرقا".

** - خيار الشرط: هو أن يشتري أحد المتبايعين شيئا على أن له الخيار مدة معلومة وإن طالت إن شاء أنفذ البيع في هذه المدة وإن شاء ألغاه، ويجوز هذا الشرط للمتعاقدين معا ولأحدهما إذا اشترطه.

*** - خيار العيب: يقصد به أن يجرم على الإنسان أن يبيع سلعة بما عيب دون بيانه للمشتري، ومتى تم العقد وقد كان المشتري عالما بالعيب فإن العقد يكون لازما ولا خيار له لأنه رضي به.

المطلب الثاني: مقومات، أهداف ومهام سوق رأس المال الإسلامي

الفرع الأول: مقومات إقامة سوق رأس المال الإسلامي

لا يخفى على أحد أن الأسواق الإسلامية لرأس المال بمفهومها الحديث تحاكي أسواق رأس المال التقليدية في بعض جوانبها، إلا أن الإمكانيات والمقومات متوفرة لقيامها والتي من بينها:¹

- المال: وهو متوفر، إذا تم استثماره داخل البلاد الإسلامية.
- الأوراق المالية الإسلامية: لقد تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي.
- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية: فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في استثمارها ومدخراتها.
- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي، الذين يعملون على توجيه المعاملات المالية وفق الضوابط الشرعية.

وحتى يتم إنشاء سوق إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:²

- إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
- إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.
- وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.
- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية "مصارف إسلامية-شركات استثمار إسلامية-صناديق استثمار إسلامية- شركات سمسة إسلامية" لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

الفرع الثاني: أهداف سوق رأس المال الإسلامي

إن سوق رأس المال الإسلامي وعلى غرار سوق رأس المال التقليدي يحاول تحقيق مجموعة من الأهداف والتي من ضمنها:³

¹ - جمال، لعارة ورايس، حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص 08.

² - المرجع السابق، ص ص: 08-09.

³ - عبد الرحمن يسرى، أحمد، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، (الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2001)، ص ص:

- 1) المساهمة في تنشيط وتنمية "التمويل الإسلامي" للمشروعات الإسلامية متوسطة وطويلة الأجل وذلك بتيسير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء وبيع الأوراق المالية الإسلامية وفقاً للأسعار الجارية. وعمل المستوى الجزئي Micro يتضمن تحقيق هذا الهدف العلمي بقاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الأوراق المالية، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة ومن الغبن والوقوع في أيدي بعض الوسطاء الاحتماريين. أما على المستوى الكلي Macro فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الإسلامي داخلياً، وبالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني منها البلدان الإسلامية (النامية) حالياً.
- 2) تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية والمالية "الحقيقية" للمشروعات أو الشركات الإسلامية التي تتداول أوراقها في السوق. وتحقيق هذا الهدف الذي يركز على قاعدة "الدين النصيحة" يسهم في تحقيق هدف أفضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الأجل الطويل.
- 3) حماية المتعاملين في الأوراق المالية والمؤسسات والشركات المصدرة لهذه الأوراق والنشاط الاقتصادي للمجتمع الإسلامي من المضاربات السعرية غير الرشيدة وغير الشرعية. وذلك عن طريق نشر دراسات تقديرية عن الاتجاهات السعرية للأوراق المالية المتداولة مما يقلل من احتمالات قيام مضاربات سعرية غير رشيدة تعتمد على تقديرات عشوائية. أما حماية السوق والنشاط الاقتصادي الإسلامي من المضاربات السعرية غير الشرعية فعن طريق منع جميع أسبابها المؤدية إليها.
- الفرع الثالث: مهام سوق رأس المال الإسلامي¹**
1. تيسير تداول الأوراق المالية والصكوك، لمن يريد استثماراً حقيقياً أو مالياً، أو يريد سيولة سريعة.
 2. تنمية الوعي الادخاري للناس، وتوفير الفرصة والوقت لسرعة اتخاذ قرار الاستثمار.
 3. تحديد الأسعار وفق قوى العرض والطلب في سوق تنافسية، مما يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.
 4. توفير المدخرات المحلية والخارجية للاستثمار، من خلال قنوات تسهل عملية تدفقها عند الطلب.
 5. توفير الرقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة.
 6. تساعد على توزيع الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات بطريقة رشيدة.
 7. تجميع المعلومات والبيانات اللازمة عن مختلف الأنشطة الاقتصادية، مما يساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
 8. تساعد صكوك التمويل الإسلامية على القيام بمشاريعها التنموية، وكذلك بالنسبة لمؤسسات وشركات القطاع الخاص.

¹ - أحمد سليمان، خصاونة، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة - استراتيجية مواجهتها، (عالم الكتب الحديث، الأردن 2008)، ص 275.

كما تبدو أهمية سوق رأس المال لتحقيق المصارف الإسلامية لأهدافها التنموية من خلال توفيرها للموارد المالية طويلة الأجل، مما يتيح لهذه المصارف استثمار هذه الموارد استثماراً طويل الأجل في مشروعات استثمارية مادية من خلال إصدار شهادات استثمار قابلة للتداول، وإنشاء صناديق استثمار من غير القيم المنقولة والتأسيس والمساهمة في الشركات التي تباشر أنشطة التأجير التمويلي و B.O.T ورأس المال المخاطر، بالإضافة إلى الاستثمارات المالية من خلال إنشاء صناديق استثمار القيم المنقولة، وإدارة وتكوين محفظة أوراق مالية.¹

المطلب الثالث: الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي والمعوقات التي يعاني منها

إن مما يؤكد أهمية الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق رأس المال بصفة خاصة ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في الفقرتين الأولى والثانية²:

"إن الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام الواجب في حفظ المال وتنميته، باعتبار ما يستتبعه من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية".
وفي الفقرة الثالثة "إن فكرة الأسواق المالية تقوم على أنظمة إدارية وإجرائية، ولذا يستند الالتزام بها إلى تطبيق قاعدة المصالح المرسله".

من هنا يظهر أن سوق رأس المال بإمكانه تحقيق الفعالية الاقتصادية اللازمة غير أنه تبقى تواجهه بعض المعوقات.

الفرع الأول: الفعالية الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي

تقوم الأسواق المالية الإسلامية بصفة عامة وأسواق رأس المال الإسلامية بصفة خاصة على قاعدة المشاركة في مختلف معاملاتها، وبالتالي نرى أن هذه الأسواق تستمد فعاليتها الاقتصادية من فعالية (قاعدة المشاركة)*.

وتتجسد الفعالية الاقتصادية لقاعدة "المشاركة" في الجوانب والآثار التالية:³

- 1- اتساع مفهوم اقتصاد المشاركة (بالإضافة إلى المشاركة ومالها من آثار اقتصادية إيجابية)، إلى مفاهيم أوسع أثر منها:
- أ- الاعتدال والتوسط في معالجة المسائل الاقتصادية الأساسية لأي نظام كدور الدولة ومجال السوق ونظام الملكية.

¹ - أشرف محمد، دراية، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، (دار السلام، القاهرة-مصر 2006)، ص143.

² - كمال توفيق، خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة جامعة أم القرى مكة المكرمة، مارس 2003، ص05.

* - تجمع بين قاعدتين هما: قاعدة الغنم بالغرم وقاعدة الخراج بالضمان، أنظر: جمال لعارة، اقتصاد المشاركة (نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق) الطريق الثالث، تقديم حسين شحاتة، (مركز الإعلام العربي، مصر، 2000)، ص83.

³ - جمال لعارة، اقتصاد المشاركة نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق الطريق الثالث، مرجع سابق، ص: 88-91.

ب- التكافل والتضامن بين فئات المجتمع، تنظمه قواعد أخلاقية، وتجسده مؤسسات اقتصادية واجتماعية مستقلة، مما يعمل على تقوية الانسجام بين مختلف شرائح المجتمع. والحقيقة أن المجتمعات الأكثر انسجاما على الصعيد الاجتماعي تكون اقتصادياتها أقدر في أغلب الأحوال على تحقيق إنجازات أكبر.

ج- احتضان الجماهير لاقتصاد المشاركة، وتفاعلها مع أنظمتها ومؤسساتها لارتباطها بالقيم الثقافية والاجتماعية للجماهير.

د- تمكين عناصر الإنتاج من المساهمة والتعاون لتحقيق التنمية الشاملة وذلك من خلال عدة أساليب وصيغ عادلة، مما يساهم في نمو حركة النشاط الاقتصادي، ويؤدي إلى زيادة مناصب الشغل، ووفرة السلع والخدمات، ونمو حوافز الاكتشاف والاختراع والتجديد.

هـ- الانفتاح والتعاون مع العالم الخارجي من أجل تبادل المصالح والتكيف المستمر مع متغيرات الاقتصاد العالمي.

2- إن تنوع أساليب الاستثمار بالمشاركة من شأنه أن يوسع الاستفادة من تلك الأدوات من خلال استخدام كل أسلوب فيما يمكن من معاملات تتواءم وطبيعة أحكامه.

3- إن تطبيق أساليب التمويل والاستثمار بالمشاركة يساعد على تحقيق معدلات عالية للتنمية الشاملة، ذلك أن سياسة المشاركة وتكامل الجهود من شأنها إقحام المواطنين بصفة فعالة وشفافة وشحد حسهم بالمسؤولية بشكل إيجابي.

4- إن زيادة رأس المال على المستوى الكلي لاقتصاد المشاركة يساعد في تعبئة الأموال الراكدة بتزويد المستثمرين، بغرض استخدام مدخراتهم استخداما منتجا، مما يؤدي إلى تفتيت الثروة، والحيلولة دون تركيزها بصفة دائمة ومستمرة.

5- إن مشاركة أكثر من طرف في النشاط الاقتصادي الواحد من شأنها أن تعمل على رعاية وحماية المستثمر من الوقوع في مخاطر تعجز قدراته الفردية عن التنبؤ بها أو تحملها إذا حدثت، مما يعطي الاستثمار بالمشاركة ميزة خاصة تتمثل في ارتفاع درجة نجاحه.

6- في ظل إقتصاد المشاركة لا يرتبط قرار الاستثمار والإدخار بتقلبات سعر الفائدة، بل يرتبط بارتداد مجالات ربح المشروع الذي يكون مؤشرا حقيقيا لتحديد الكفاءة الحدية لرأس المال إلى جانب الاعتبارات الاجتماعية المرتبطة بمصلحة المجتمع الكلية.

7- في ظل اقتصاد المشاركة يستطيع صاحب المال أن يحصل على العائد المناسب الذي يتكافؤ مع المساهمة الفعلية التي أداها في العملية الانتاجية، وهذا يساعد على تحقيق أمرين:

أولهما: تشجيع المدخرين للدخول في مخاطرة الاستثمار ومن ثم القضاء على الروح السلبية التي يحدتها نظام سعر الفائدة، وكذلك رفع الكفاءة الاستثمارية للموارد المالية.

وثانيهما عدالة توزيع الناتج، وهذه تساهم في عدم تركيز الثروة عند فئة قليلة من المجتمع مما يعرض الاستثمار للتقلب من فترة لأخرى.

- 8- إن التفوق الاجتماعي في ظل إقتصاد المشاركة لا يثقل كاهل الميزانية العامة للدولة، ولا يزيد في عجزها لأنه نتاج موارد مخصصة الأوعية والاستخدامات، مما يسهم في تحرير القدرات المالية للخرينة العامة لتمويل الإحتياجات الأخرى للإقتصاد الوطني، وقدرة المنتج الوطني على المنافسة.
- 9- إن أساليب التمويل والإستثمار بالمشاركة لا ترهق الدول (الأفراد أو المؤسسات) التي تستفيد من التمويل لانتهاء عنصر الفائدة، وبذلك تكون المشاركة وسيلة لتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية لدو أخرى، ولذلك فإن تأسيس المشروعات العربية المشتركة سوف يساعد الدول على التخلص من مشكلة المديونية الخارجية.

الفرع الثاني: معوقات إيجاد سوق إسلامي لرأس المال وبعض سبل علاجها

إن توفير أدوات إسلامية يعتمد إلى حد كبير على وجود سوق مالي إسلامي، يمكن بواسطته تداول هذه الأوراق، إلا أنه مازال هناك العديد من المعوقات التي تقف أمام إيجاد مثل هذا السوق نذكر منها:¹

- عدم تطوير أدوات إسلامية استثمارية بالدرجة التي تطورت فيها الأوراق الاستثمارية غير الإسلامية.
- غياب الإطار القانوني والتشريعي اللازم لتسجيل هذه الأدوات في الأسواق المالية الحالية.
- غياب عملة موحدة تساعد على إصدار أدوات استثمارية بعملة موحدة يتم تداولها في معظم البلدان العربية والإسلامية.

ومن الأمور التي تساعد على التغلب على معوقات إيجاد سوق رأس مال إسلامي:²

- 1) إيجاد عملة موحدة كالدينار الإسلامي، وهو وحدة حسابية تسهل تسويق الإصدارات من الأدوات المستحدثة، بحيث لا يتأثر الاستثمار في هذه الأوراق بالتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات.
- 2) وضع أسس تشريعية وقانونية مقبولة من قبل الدول الإسلامية والعربية للتعامل مع الأدوات الاستثمارية المستحدثة.

كما توجد سبل أخرى لمعالجة هذه المعوقات منها:³

- 3) توسيع عمل أسواق المال المحلية والدولية، وكذلك فتح أسواق جديدة متخصصة وغير متخصصة، تسهم في ردف النهضة الاقتصادية المرجوة، ويساعدها على ذلك وفرة المواد الأولية وسعة مساحة دول العالم الإسلامي وتنوع إمكاناتها المتاحة.

¹ - هشام، جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية في الفترة من 08-09 مايو 2005، ص34.

² - المرجع السابق، ص34.

³ - قيصر عبد الكريم، الهيتي، مرجع سابق، ص248.

- 4) إيجاد وتعزيز العلاقات الاقتصادية بين أسواق المال في البلدان التي ينتشر فيها الإسلام كمرحلة أولى ثم تطوير هذه العلاقات مع أسواق المال العالمية كمرحلة ثانية، والاستفادة منها بقدر ما تسمح به أحكام الشريعة، وبقر ما تسمح به مقومات تطوير أسواق المال في البلدان الإسلامية.
- 5) دعم القوانين الحكومية لمشروع الأسواق المالية، وينبغي أن تقدم لها التسهيلات عن طريق ما تقدمه البنوك المركزية للمستثمرين من دعم وتشجيع.

المبحث الثالث: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي

تعتبر الأسهم والسندات أهم أدوات التعامل في سوق رأس المال إلا أنه توجد أدوات أخرى يتم التعامل بها (كالمشتقات والتوريق...)، وسق رأس المال الإسلامي كغيره من الأسواق الأخرى يتعامل بأدوات مالية. ويأتي هذا المبحث لمعرفة طبيعة الأسهم والسندات في التعامل من المنظور الإسلامي، على أن يتم التطرق إلى باقي الأدوات في الفصل اللاحق.

المطلب الأول: الأسهم

الفرع الأول: مفهوم السهم وخصائصه

أولاً: مفهوم السهم

السهم هي جمع سهم، وهو لغة له عدة معان منها: النصيب، وجمعه "السهمان" بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمى به عن القوس. وجمعه السهام: بمعنى القدح الذي يقارع به، أو يلعب به في الميسر، ويقال: أسهم بينهم أي أقرع، ومساهمة أي باراه ولاعبه "ومنه شركة المساهمة" وفي القرآن الكريم: ﴿فَسَاهَمَ فَكَانَ مِنَ الْمُدْحَضِينَ﴾ {141} ¹ أي قارع بالسهم فكان من المغلوبين والاقتصاديون يطلقون الأسهم مرة مرة على الصك، ومرة على النصيب، والمؤدى واحد، فباعتبار الأول قالوا: السهم هو صك يمثل جزءاً من رأسمال الشركة، يزيد وينقص تبع رواجها. وباعتبار الثاني قالوا: السهم هو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة وتكون متساوية القيمة. ²

كما تم تعريفها بأنها: "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم رأسمالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة. لاسيما حقه في الأرباح". ³ كما عرف السهم بأنه: "عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة". ⁴ من خلال التعاريف السالفة الذكر يمكننا صياغة التعريف التالي للأسهم:

السهم عبارة عن صك ملكية يتم تداوله في الأسواق المالية ويعطي لصاحبه حق امتلاك جزء من رأسمال الشركة ويمنح له حق المشاركة في الأرباح والإدارة والتصويت، إلا أنه مع ذلك يتحمل مختلف الأعباء التي تنتج عن امتلاكه لهذه الورقة وذلك حسب مساهمته (أي حسب قيمة الورقة) مقارنة بباقي المساهمين.

¹ - سورة الصافات، الآية: 141.

² - علي محي الدين القره، داغي، "الاستثمار في الأسهم"، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، السنة السابعة، العدد التاسع، دون بلد نشر، ص: 270-239.

³ - سمير عبد الحميد، رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996) ص: 265.

⁴ - الطاهر، لطرش، تقنيات البنوك، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010)، الطبعة السابعة، ص: 82.

ثانيا: خصائص الأسهم

- من التعاريف السابقة يظهر بوضوح الخصائص المختلفة للأسهم، ومن أهم الخصائص التي تتميز بها الأسهم مايلي:¹
- السهم ورقة مالية تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة.
 - يسمح السهم لصاحبه بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر.
 - الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لهذه المؤسسة.
 - السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
 - صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة بأمر مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال... .
 - يشكل السهم موضوعا للمضاربة في البورصة. وتحدد قيمته الجارية أو السوقية (وهي غير القيمة الاسمية) على أساس العائد المحقق وسعر الفائدة.
 - في حالة تصفية المؤسسة، أصحاب الأسهم هو آخر من يستوفي حقوقهم باعتبارهم شركاء.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم إلى عدة أنواع وذلك بحسب اعتبارات التصنيف ومنها:

1/ باعتبار الشكل القانوني: أو باعتبار شكل السهم عند إصداره، وتقسم إلى:²

- أ- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي تحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيته لها.
- ب- الأسهم لحاملها: وهي التي لا تحمل اسم المساهم، وتثبت ملكيتها لحاملها.
- ت- الأسهم الإذنية(لأمر): وهي التي تحمل لفظ (لأمر) قبل غسم صاحبها ومنه فهي قابلة لنقل الملكية بواسطة التظهير.

2/ باعتبار الحصة التي يقدمها الشريك: وتقسم إلى:³

¹ - المرجع السابق، ص ص: 82-83.

² - عمر مصطفى جبر، إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار النفائس، عمان-الأردن، 2006)، ص 32.

³ - عطية، فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، (دار النشر للجامعات، مصر، 1998)، ص 178.

- أ- **الأسهم النقدية:** وهو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة ويدفع المكتتب قيمة السهم النقدي.
- ب- **الأسهم العينية:** فهو السهم الذي يمثل حصة عينية في رأس مال الشركة.
- 3/ باعتبار الحقوق والامتيازات التي تقدمها لصاحبها:** وتقسم إلى:
- أ- **الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي Common stock مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة-مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة- وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال. وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.¹
- ب- **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز preferred stock مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق. وذلك على نحو مشابه لما يشار إليه عند تناول السندات.²
- 4/ باعتبار استهلاك الأسهم أو عدمه:** وتقسم إلى أسهم رأس المال، وأسهم التمتع.
- أ- **أسهم رأس المال:** يقصد بسهم رأس المال السهم الذي يدوم بدوام الشركة ولايسترد المساهم قيمته إلا بتصفيته، وهذا هو الأصل في أسهم الشركات المساهمة.³
- ب- **أسهم التمتع:** وهي الأسهم التي تعطي للشريك عوضاً عن أسهمه التي وردت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركات، حيث تدعو بعض الحالات إلى ذلك، كما إذا كانت الشركة حاصلة على امتياز من الحكومة باستغلال مرفق من المرافق العامة مثلاً لمدة معينة، تصبح موجودات الشركة بعدها -ملكاً للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف بمرور الزمن، كشركات المناجم.⁴

¹ - منير إبراهيم، هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، (منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 2002)، ص 07.

² - المرجع السابق، ص 26.

³ - عبد الجبار حمد، السهباني، "الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد (2/أ) 2009، ص ص: 87-109.

⁴ - مبارك بن سليمان بن محمد، آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، (كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض-المملكة العربية السعودية، 2005)، الجزء الثاني، ص 119.

5/ باعتبار التصويت: وتقسّم إلى أسهم مصوتة وأسهم غير مصوتة.¹

أ- الأسهم المصوتة **Voting shares**: وهي التي تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب.

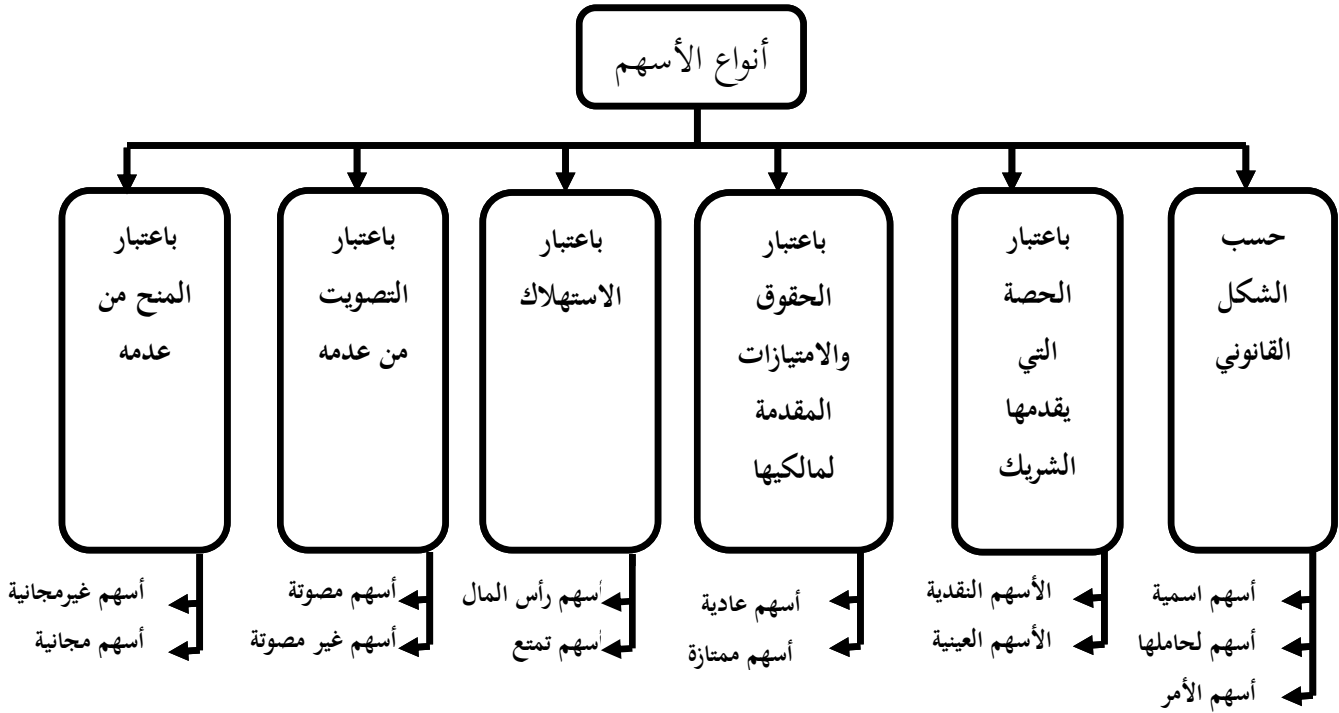
ب- الأسهم غير المصوتة **non-Voting shares**: وهي التي تمثل فقط حقوق المشاركة في أرباح المشروع دون أن يكون للمالكها حق التدخل في الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة

6/ باعتبار المنح وعدمه: وتقسّم إلى أسهم مجانية وأسهم غير مجانية:²

أ- الأسهم غير المجانية: وهي أسهم يقوم مالكوها بدفع قيمتها.

ب- الأسهم غير المجانية: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة في حال ترحيل جزء من الأرباح المحجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها بصورة تتناسب مع مقدار الأسهم. والشكل التالي يوضح مختلف أنواع الأسهم:

الشكل رقم (02): أنواع الأسهم



المصدر: إعداد الطالب اعتماداً على المعلومات السالفة الذكر

¹ - سليمان، ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية (مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية)، (نشر جمعية التزات، القرارة-غرداية، 2002)، ص358.

² - علي بن الضب و ف، بن ناصر، "سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق الإسلامية والتقليدية-دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول في: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل": المركز الجامعي، غرداية-الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص07 بتصرف.

المطلب الثاني: السندات

إن السندات من المنظور التقليدي لا يتم تداولها في سوق رأس المال الإسلامي كونها قائمة على الربا، وقد تم تناولها في هذا الجزء من البحث كمقارنة بينها وبين الأسهم التي منها ما يتم تداوله في هذا السوق.

الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها

أولاً: مفهوم السندات

يمكن أن نورد التعاريف التالية للسندات كما يلي:

- السند هو عبارة عن ورقة مالية تثبت دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرتها. وعلى هذا الأساس، فالسند عبارة عن إثبات لعملية قرض، ويستفيد حامل السند من كل الحقوق التي يستفيد منها دائنو المؤسسة الآخرين، وخاصة الاستفادة من الفائدة.¹

كما عرف السند بأنه أداة مالية تصدرها الحكومات والشركات عندما تريد إقتراض مقدار كبير من المال يتعذر في العادة أن تحصل عليه من فرد واحد، أو مؤسسة واحدة، فتجزئ القرض إلى أجزاء صغيرة متساوية وتصدر في مقابل كل جزء صكاً يحمل قيمة اسمية مساوية لذلك الجزء، بحيث يمثل مجموع هذه الصكوك مجموع المال الذي تريد اقتراضه، ثم تعرض هذه الصكوك على الراغبين في الإقراض من الأفراد والمؤسسات ليشاركوا جميعاً في تقديم القرض، كل بحسب قدرته ورغبته، بحيث تمثل هذه الصكوك بالنسبة لكل منهم سندا، يثبت كونه دائناً للشركة بالقدر الذي أقرضه، ولهذا اصطلح على تسمية هذه الصكوك بالسندات.²

كما عرف السند أيضاً بأنه أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض) فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعى السند.³

نلاحظ أنه رغم اختلاف التعاريف السابقة ولكنها تعبر عن نفس المفهوم لذلك سنحاول إعطاء التعريف

المختصر التالي:

السند هو ورقة مالية تثبت دائنية حاملها في شركة أو مؤسسة ما يتم استخدامها في الاقتراض وخاصة عندما تكون الحاجة إلى مقدار كبير من الأموال، فهي أداة تحويل للفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

ثانياً: خصائص السندات

كغيرها من أدوات الأسواق المالية، فإن للسندات خصائص تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى وأهم خصائصها:⁴

¹ - الطاهر، لطرش، مرجع سابق، ص 87.

² - مبارك بن سليمان، آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، (جامعة الملك عبد العزيز، جدة-السعودية، 2010) ص 21.

³ - محمد محمود، الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق وبورصات)، (دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005)، ص 197.

⁴ - علي محي الدين القره، داغي، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول) دراسة فقهية اقتصادية، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003)، ص 11.

- 1) أن السند يعتبر شهادة دين على الشركة، وليس جزءاً من رأس المال كما هو الحال في الأسهم.
- 2) حصول صاحبه على الفائدة الدورية المقررة له دون النظر إلى أن الشركة ربحت، أم خسرت، أو كانت الأرباح كثيرة!؟
- 3) عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة.
- 4) تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائد في التاريخ الذي حدد له دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدده مختلفة أقصرها تسعون يوماً، وبعضها المسند إلى مائة عام على أن بعض السندات تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق.
- 5) يحصل حامله على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة وقد يكون الضمان عاما على أموالها ولذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم على أي شيء.
- كما توجد خصائص أخرى للسندات هي:¹
- 6) قرض السندات قرض جماعي، فالشركة لا تتعاقد مع كل مقرض على حدى ولكن مع مجموع المقترضين.
- 7) قرض السندات يكون غالباً لمدة طويلة تتراوح بين عشر سنوات وثلاثين سنة.
- 8) السند كالسهم قابل للتداول فهو إما يكون اسمياً فتنتقل ملكيته بطريق القيد في سجلات الشركة أو لحامله فتنتقل ملكيته بطريق التسليم.

الفرع الثاني: أنواع السندات

توجد أنواع مختلفة من السندات مقسمة حسب اعتبارات مختلفة ومن أهم أنواع السندات بمختلف اعتباراتها ما يلي:

1/ من حيث الضمان²: وتنقسم إلى:

- أ- السندات المضمونة برهن أصول معينة: وهي أن تقدم المنشأة بعض أصولها لضمان حقوق حملة السندات إذا عجزت عن دفع فوائدها أو قيمتها الاسمية وقت استحقاقها.
- ب- السندات غير المضمونة بأصول معينة: وتسمى السندات البسيطة لأنها غير مضمونة بأصول باستثناء ضمان المركز المالي والائتماني والقوة الإيرادية للمنشأة المصدرة للسندات.

2/ من حيث معدل العائد³: وتنقسم إلى نوعين:

¹ - سمير عبد الحميد، رضوان، مرجع سابق، ص: 291

² - هيثم محمد، الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، (دار الفكر للطباعة والنشر، عمان - الأردن، 2000)، ص 99.

³ - بوكساني، رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 63.

- أ- **سندات ذات المعدل الثابت**: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك وذلك لكون أنه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
- ب- **سندات ذات المعدل المتغير**: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.
- 3/ **أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة¹**: وتنقسم إلى:
- أ- **سندات عادية**: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- ب- **سندات الدخل**: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.
- 4/ **من حيث الجهة المصدرة²**: وتنقسم إلى:
- أ- **السندات الحكومية**: وهي السندات التي تصدرها جهة حكومية.
- ب- **السندات الخاصة**: وهي السندات التي تصدرها مؤسسات خاصة.
- 5/ **من حيث القابلية للاستدعاء**: يصدر عقد الإصدار متضمناً حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر، ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء Call provision ويخول هذا الشرط للجهة مصدرة السند الحق في استدعاء السندات المشمولة بهذا الشرط لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة. وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي:³
- أ- **سندات غير قابلة للاستدعاء non callable bonds**: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نصّ على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.
- ب- **السندات القابلة للاستدعاء Callable Bonds**: وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة استدعاء Call premium، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.
- 6/ **من حيث القابلية للتحويل**: وتنقسم إلى:

1 - المرجع السابق، ص 63.

2 - هيثم محمد، الزعبي، مرجع سابق، ص 99.

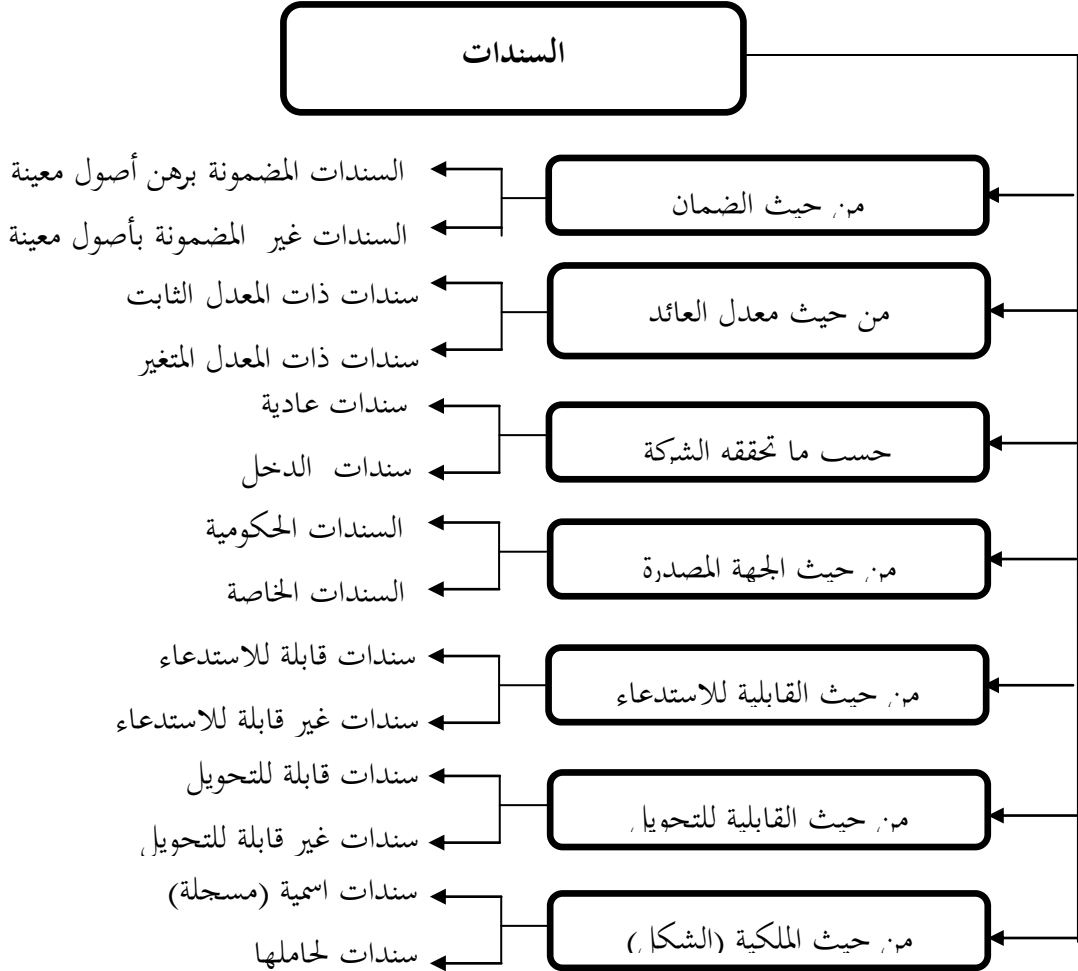
3 - زياد، رمضان ومروان، شموط، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر الجديدة، القاهرة-مصر، 2008)، ص 110.

أ- السند القابل للتحويل لأسهم (Equity Convertible bond): وهو سند ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي حق خيار تحويله إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس سعر تحويلي يحدّد في العادة عند إصدار السند ويطلق عليها إصطلاح (Convertibles).¹

ب- السند الغير قابل للتحويل: أي هو ذلك النوع من السندات الذي لا يمكن تحويله إلى أسهم. /7 من حيث الملكية: أو من حيث شكلها وتنقسم إلى:²

أ- سندات اسمية أو مسجلة: وتكون كذلك متى حمل السند اسم مالكة وسجّل أيضا في سجل المصدر.
ب- سندات لحاملها: وتكون كذلك متى خلا السند من اسم المستثمر (حامله) ويتداول بالمناولة. ويمكن إيجاز مختلف أنواع هذه السندات بالمخطط التالي:

الشكل رقم (03): مختلف أنواع السندات



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على المعلومات السابقة

¹ - ماهر كنج، شكري ومروان، عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)، (معهد الدراسات المصرفية عمان-الأردن، 2004)، ص106.

² - بن الضيف، محمد عدنان وربيح، المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي. الواقع.. ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية- الجزائر 23-24 فيفري 2011، ص07.

الفرع الثالث: مقارنة بين الأسهم والسندات

يعد السهم والسند أداتي تحريك سوق رأس المال، إضافة إلى بعض الأدوات الأخرى، غير أن لكل منها مميزات وخصائص تميزه عن الآخر، إلا أن هذا لا يعني وجود نقاط مشتركة بينهما.

أولاً: أوجه التشابه بين الأسهم والسندات

بين السهم والسند فروق أساسية في حقيقة كل منهما، وفي تفصيلات أحكامها القانونية والشرعية، إلا أنه مع ذلك لا يخلوا الأمر من نقاط التقاء وتشابه بينهما، لا سيما في الخصائص العامة، وبيان ذلك كما يلي:¹

- 1- كل منهما يصدر بقيم متساوية.
- 2- تتشابه الأسهم والسندات في أن كلا منهما لا يقبل التجزئة في مواجهة الشركة، فلو ورث جماعة سندا أو سهما فإنهم يجب أن يختاروا من بينهم من يمثلهم في التعامل مع الشركة.
- 3- كل من السند والسهم تمثل حقوقاً تندمج بالصك المثبت لها، وتتداول بتداوله بالطرق التجارية.
- 4- أنهما يعتبران من المنقولات المعنوية التي تسمى بالقيم المنقولة.
- 5- أنهما يدّران على صاحبهما دخلاً دورياً.
- 6- أنهما يصدران عن طريق الاكتتاب العام، وعلى أساس قرض أو اشتراك واحد، ولا يمثل كل سهم أو سند ديناً مستقلاً.
- 7- يصدر كل منهما اسمياً، ويبقى اسمياً إلى حين سداد صاحبه قيمته.
- 8- لكل منهما قيمة اسمية.
- 9- كل منهما له قيمة اسمية وسعر في السوق.

ثانياً: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات

يختلف السهم عن السند في أمور كثيرة أهمها:²

- 1) يمثل السهم Share جزءاً من رأس مال الشركة، وحامل السهم شريك في الشركة بقدر رأس ماله، أما السند Bond فيعتبر ديناً على الشركة، وحامل السند دائن للشركة بقيمة السند.
- 2) ربح السهم متغير حسب نشاط الشركة وقد تكون هناك خسارة، أما ربح السند فهو ثابت ولا يتأثر بالخسارة لأنه على شكل معدل فائدة.
- 3) حامل السند له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، أما حامل السند فليس له الحق في الإدارة.

¹ - أحمد بن محمد، الخليل، مرجع سابق، ص: 99-100.

² - سليمان، ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟"، ورقة مقدمة إلى الدورة التدريبية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003 ص: 3-4.

- 4) حامل السهم لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده، بل قابل للزيادة أو النقصان.
- 5) عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم من الباقي بعد تسديد كافة الديون، أما حامل السند فتكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
- ويمكن إيجاز مختلف الفوارق بين الأسهم والسندات في الجدول التالي:
- الجدول رقم (01): مقارنة بين الأسهم والسندات.**

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس مال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير بشكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو للنقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8- عائد السهم يعتبر عائدا للأرباح يخضع للضريبة.
9- حملة السندات ليس لهم حق الاطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة فيما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: بوكساني، رشيد، مرجع سابق، ص: 65

المبحث الرابع: العمليات في سوق رأس المال الإسلامي

يوجد نوعين من العمليات في سوق رأس المال تختلفان من حيث الآجال الزمنية، حيث إحداهما عاجلة (فورية) والأخرى آجلة، وهو ما تم تناوله في هذا المبحث.

المطلب الأول: العمليات العاجلة

الفرع الأول: تعريف العمليات العاجلة

وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعدة التداول ببورصة الأوراق المالية والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري، وتكون هذه العمليات على أصول مادية تمثل حقوقاً لأصحاب المشروع على أصوله المادية، ويحقق المتعاملين في البورصة من هذه العمليات العاجلة أمرين:¹

- 1- أرباح إيرادية من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند التوزيع.
- 2- أرباح رأسمالية من خلال المضاربة على ارتفاع أسعارها، وإعادة بيعها عند تحقق ذلك .

الفرع الأول: أنواع العمليات العاجلة

والعمليات العاجلة على (03) ثلاثة أنواع هي:²

أ) البيوع العاجلة العادية:

البيوع العاجلة العادية هي البيوع التي يلتزم فيها كل من البائع والمشتري بإتمام الصفقة نقداً، وذلك بأن يستلم المشتري الأوراق المالية، ويسلم ثمنها حالاً، أو خلال مدة وجيزة جداً، تقدر في بعض الأسواق الغربية بيومين، وفي بورصة نيويورك يلزم أن تصفى العملية في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة التالية. ولا تشكل هذه البياعات نسبة كبيرة في الأسواق المالية لا سيما في الدول التي يسمح فيها بالاقتراض من البنوك والسماسة للمضاربة في أسواق المال.

ب) عمليات الشراء بالهامش:

في حالة "الحساب النقدي" فإنه يتحتم على المستثمر أن يدفع قيمة شراء الأوراق المالية بالكامل نقداً، أما في حالة "الشراء الهامشي" فإن المستثمر يغطي جزء من تكلفة الشراء بالنقد، أما باقي التكلفة فيغطيها بالاقتراض من السمسار.³

¹ - نبيل، خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية-غزة، 2007، ص72.

² - يوسف الشيبلي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الرابط:

<http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf> تاريخ الاطلاع يوم: 2013/04/03.

³ - محمد الحناوي، ونحال فريد، مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، (المكتب الجامعي الحديث، دون بلد نشر، 2006)، ص ص: 49-50.

ويطلق على قيمة الاقتراض من السمسار نتيجة الشراء الهامشي اسم "الرصيد المدين" Débit balance. ويتم حساب الفائدة على القروض المقدمة من السمسار إلى المستثمر على أساس سعر الفائدة التي يدفعها السمسار إلى البنك الذي وفر هذه الأموال (للسمسار في البداية) Call Money Rate تضاف إليها نسبة مئوية نظير خدمات السمسار (عادة 1%).

ج) البيع على المكشوف:

يشير البيع على المكشوف إلى قيام المستثمر ببيع أسهم أو أوراق مالية لا يمتلكها حيث يقوم المستثمر باقتراض الأسهم أو الأوراق المالية أو رهنها لفترة قصيرة ثم يقوم بردها في نهاية الفترة، والحكمة من ذلك أن المستثمر يتوقع انخفاض أسعار هذه الأوراق في المستقبل، لذلك يقوم باقتراض الأوراق المالية الآن ثم يبيعها وعندما ينخفض سعرها يقوم بشرائها وردها إلى من اقترض منه الأوراق المالية. وهو بذلك يحقق ربحاً يتمثل في الفرق بين ثمن الشراء و ثمن البيع.¹

المطلب الثاني: العمليات الآجلة

الفرع الأول: تعريف العمليات الآجلة

توجد عدة تعاريف للعمليات الآجلة منها:²

- 1- هي عبارة عن الالتزام المطلق لاستلام أو تسلّم كمية من السلعة موضوع العقد في موعد محدد (تاريخ التسليم) بالسعر الذي تم تحديده في تاريخ الالتزام.
- 2- وفي تعريف آخر: هي تعاقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر، بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق، بسعر معين على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق.
- 3- وقيل: هي التسليم والتسلم المؤجلين.

الفرع الثاني: أنواع العمليات الآجلة

وأهم العمليات التي تتم في السوق الآجل:³

أ- العمليات (القطعية) الباتة: عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري على تصفيتها بتاريخ معين وهي تجري على نوعين هما:

- موعد التصفية نهاية الشهر الجاري.
- موعد التصفية نهاية الشهر المقبل.

¹ - محمد صالح، الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات-مدخل الهندسة المالية، (المكتب الجامعي، الإسكندرية، 2007)، ص 280.

² - أسماء مصطفى أحمد، شاوش، "الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي"، رسالة ماجستير في الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، 2007، ص ص: 58-59.

³ - وليد، صافي وأنس، البكري، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009)، ص ص: 235-236.

ويمكن أن يتضمن البيع القاطع شرط خيار أو التنازل عن الأجل حيث يتمتع المشتري بهذا الحق ويلجأ لإيقاف حركة هبوط السعر، والمشتري ليس ملزماً في هذا النوع من العمليات على انتظار موعد التصفية لبيع الأوراق المالية بل يمكنه أن يكلف وسيطاً في البورصة لبيع هذه الأوراق ويسجل رصيد هذه العملية لحسابه إذا كان ربحاً أو على حسابه إذا كان خسارة.

أما البائع فهو غير ملزم بتقديم الأسهم إلا في موعد التصفية وهو يتمكن خلال هذه الفترة من شراء الأسهم التي لا توجد في حوزته.

ب-العمليات الشرطية: يقصد بالعمليات الشرطية: العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلاً في تاريخ معين، لكن يشترط أحدهما لنفسه الخيار في عدم تنفيذ العملية مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً ليكون بمثابة تعويض عن تنفيذ العملية.¹

ويرى البعض أن العمليات التي يتضمن عقدها شرطاً يميز لأحد المتعاقدين أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله مقابل مبلغ من المال يدفعه مقدماً منذ يوم التعاقد، ولا يرد إليه في حال من الأحوال، والغرض منه أن يحصر المضارب خسارته منذ البدء في هذا المبلغ سواء كان مشترياً أو بائعاً.

ج-العمليات مع الخيار: يحق كل من المتعاقدين الاستزادة من البيع عند حلول الأجل المتفق عليه وله أشكال مختلفة:

- الخيار لمصلحة المشتري.
- الخيار لمصلحة البائع.
- الخيار المزدوج.

د-المدد للبائع والمدد للمشتري: هي عمليات مكتملة لعمليات سابقة ولا تعقد إلا وقت حلول الأجل وذلك بتأجيل موعد التصفية إلى وقت لاحق.

ويتم هذا الأمر عندما يشعر المتعاملون في البورصة أنهم لن يستطيعوا تنفيذ العملية نظراً لتطور الأسعار خلافاً لتقديراتهم. لذلك يلجأون إلى طلب التأجيل إلى موعد لاحق.²

هـ-العمليات المركبة: تعرف بأنها العملية التي تجعل لأحد المتعاقدين الحق والخيار في أن يكون بائعاً أو مشترياً بمقدار معين في ميعاد معين، أو أن يفسخ العقد في الأجل المضروب أو قبله بشرط أن يدفع تعويض عند التعاقد يكون عادة ضعف التعويض الذي يدفع في العملية الشرطية البسيطة، والمضارب الذي يدفع التعويض يراقب تقلبات الأسعار ليغتني الفرص في حالة الصعود والنزول.³

¹ - أحمد، محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008)، ص 287.

² - وليد، صافي وأنس، البكري، مرجع سابق، ص ص: 236-237.

³ - أحمد، محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص 315.

المطلب الثالث: ضوابط المعاملات (الاستثمار) في سوق رأس المال الإسلامي

يتميز سوق رأس المال الإسلامي عن الوضعي بكونه تحكمه ضوابط مستمدة من الشريعة الإسلامية وتراعي المصلحة العامة لأطراف التعامل وما يحيط بهم، لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى هذه الضوابط.

الفرع الأول: الضوابط العقائدية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي

تروم هذه الدراسة بالضوابط العقائدية للاستثمار، مجموع المبادئ الثابتة التي أوجب الشارع على المستثمر المسلم الإيمان بها إيماناً راسخاً، وذلك بوصفها مبادئ توجه سلوك المستثمر عقدياً، وتحدد له المنطلق الذي ينبغي أن ينطلق منه عند الاستثمار، كما تعني تلك المبادئ بضبط سلوك المستثمر ضبطاً يجعل من استثماره وسيلة إلى تحقيق مقاصد الشرع العليا المختلفة في الحفاظ على استدامة تنمية المال من جهة وعلى ديمومة تداوله من جهة أخرى، وتحقيق الرفاهية الشاملة للأفراد والمجتمع من جهة ثالثة، تحقيقاً للقيام بواجب الخلافة لله وعمارة الأرض. ويمكن تقسيم هذه المبادئ العقائدية إلى أربعة مبادئ وهي¹:

- مبدأ ملكية الله المطلقة للمال.

- ومبدأ ملكية الإنسان المقيدة للمال.

- ومبدأ استخلاف الإنسان في المال.

- ومبدأ مرضاة الله في الاستثمار.

أولاً- مبدأ ملكية الله المطلقة للمال: إن البعض يرى بأن الإسلام قد أعطى للمالك ملكية الظاهر أو بالأحرى

حق الانتفاع، أما المالك الحقيقي لكل شيء فهو الله، ففي القرآن: قال تعالى: ﴿لِلَّهِ مُلْكُ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضِ﴾². وقد تواترت النصوص القرآنية الشريفة على أن الكون لله "أصالة" وهذه الملكية ليست كسائر الملكيات البشرية التي ترتب لأصحابها نتائج نفعية، فالله سبحانه وتعالى غني عن الانتفاع، فالمؤمن إذا تذكر أن الله مالك الملك اطمأنت نفسه وارتاح ضميره وقل غروره وتقيد بقيود الشريعة التي شرعها صاحب الملك سبحانه.³

ثانياً- مبدأ ملكية الإنسان المقيدة للمال: يقول القرآن في قيمة الاقتصاد: ﴿الْمَالُ وَالْبَنُونَ زِينَةُ الْحَيَاةِ الدُّنْيَا﴾⁴.

فيعلن أن قيمة المال لا تقل عن قيمة العصبية المادية في الأولاد. وهي قيمة تجعل منه ومن الأولاد زينة الحياة الدنيا، ولكنه هنا في الوقت نفسه لا يضع قيمة الاقتصاد في مستوى القيم الإنسانية التي تنبثق عنها الأعمال الإنسانية الكريمة. وهي - كما يسميها القرآن هنا- بالباقيات الصالحات. فالأعمال الإنسانية الكريمة في آثارها على الإنسانية باقية على ممر التاريخ. بينما المال قد يكون أثره محدوداً.⁵

¹ - قطب مصطفى، سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، (دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000)، ص 98-100.

² - سورة الشورى، الآية: 49.

³ - الطيب، داودي، مدخل لعلم الاقتصاد في الفكر الرأسمالي-الاشتراكي والإسلامي، (مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن

2010)، ص ص: 234-235.

⁴ - سورة الكهف، الآية: 46.

⁵ - محمد البهتي، الإسلام... والاقتصاد الإسلامي، (مكتبة وهبة، القاهرة، 1981)، الطبعة الثانية، ص 14.

لا توجد شريعة من الشرائع السماوية أو الوضعية التي تقر الملكية الفردية تمنح المالك جميع حقوق الملكية في صورة مطلقة وتعفيه من الواجبات المالية نحو هذه الملكية، لأن جميع هذه الشرائع تعتمد إلى تقييد حقوق الملكية الفردية بواجبات عليها تجاه المجتمع لصالحه، وهي الأعباء المالية التي تضعها على كاهل المالك الفردي في سبيل الوصول إليها وهذه الواجبات تتحدد قبل المالك حسب النظام الذي تقر في ظلله هذه الملكية، وهي تختلف من نظام إلى نظام¹، ففي النظام الإسلامي من هذه الواجبات:

الزكاة: والزكاة أداة توازن اقتصادي واجتماعي في المجتمع المسلم، وتعني عدم كثر الأموال وتعني إعادة إنفاق الأموال على حاجات الناس ومنافعهم².

ثالثاً- مبدأ استخلاف الإنسان في المال: إن الله سبحانه وتعالى قد استخلف الإنسان في الأرض ومكنه من تملك الأشياء، ومبدأ الاستخلاف يفهم منه أن ملكية الفرد هي ائتمان له على المال الذي في حوزته . ولذلك وجب عليه أن يتصرف بالمال وفقاً لإرادة المالك الأصلي³. ويقول سبحانه وتعالى في هذا الشأن: ﴿ وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ لِلْمَلَائِكَةِ إِنِّي جَاعِلٌ فِي الْأَرْضِ خَلِيفَةً ﴾⁴.

رابعاً- مبدأ تحقيق مرضاة الله في الاستثمار: الاقتصاد الإسلامي يهدف إلى سد حاجات الفرد والمجتمع الدنيوية، طبقاً لشرع الله تعالى الذي استخلف الإنسان في التصرف في المال والانتفاع به، فالمسلم يدرك أن المال ملك الله -عز وجل- فيكون إرضاء مالك المال سبحانه وتعالى - هدفا يسعى إليه المسلم في نشاطه الاقتصادي. وقد قال تعالى: ﴿ وَابْتَغِ فِيمَا آتَاكَ اللَّهُ الدَّارَ الْآخِرَةَ وَلَا تَنْسَ نَصِيبَكَ مِنَ الدُّنْيَا ﴾⁵. ولذلك نجد المسلم وهو يزاوّل نشاطه الاقتصادي يسلك مسلكه وهو يعبد الله -عز وجل- بل الهدف من نشاطه أساساً عبادة الله تبارك وتعالى⁶.

الفرع الثاني- الصواب الخلقية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي

الخلق: السجية، والله تعالى، يقول الرسول صلى الله عليه وسلم ، ﴿ وَإِنَّكَ لَعَلَى خُلُقٍ عَظِيمٍ ﴾⁷. والخلق طريقة حياة وسلوك، والمسلم حيثما كان يبتغي رضوان الله بحسن السلوك⁸.

¹- نصر فريد محمد، واصل، "أسس ومبادئ النظام المالي والاقتصادي في التشريع الإسلامي"، أبحاث ووقائع المؤتمر العلمي الثاني والعشرون، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، دون بلد نشر، دون سنة نشر، ص 05.

²- طاهر حيدر، حردان، الاقتصاد الإسلامي-المال-الربا-الزكاة، (دار وائل للنشر، عمان، 1999)، ص 12.

³- المرجع السابق، ص 9.

⁴سورة البقرة، الآية: 30.

⁵سورة القصص، الآية: 77.

⁶- علي أحمد السالوس: الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، (دار الثقافة، الدوحة، 1996)، الجزء الأول، ص ص: 29-30.

⁷- سورة القلم، الآية: 4.

⁸- عبد الحليم، الجندي، الأخلاق في الاقتصاد الإسلامي، (دار المعارف، القاهرة، 1997)، ص ص: 44-45.

ثم إن المعاملات المالية وطرق استثمار المال قد حظيت بتوجيهات خاصة تأكيداً على وجوب مراعاة الجانب الأخلاقي في شؤون المال على وجه الخصوص تمثل ذلك فيما يعرف بالضوابط الأخلاقية وهذا بيان موجز¹:

أولاً- الصدق والأمانة: فالمسلم مطلوب منه أن يكون صادقاً في كل أحواله وفي جميع مجالات حياته لعموم قوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَكُونُوا مَعَ الصَّادِقِينَ﴾². وقوله تعالى: ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا﴾³. وكذلك فإن الصدق والأمانة يتأكد طلبهما عند التعامل في الأموال واستثمارها.

ثانياً- الوفاء والالتزام بالاتفاقيات المبرمة: لعل من أهم أسباب نجاح تجارة الاستثمار على صعيد الأفراد والمجتمعات هو الوفاء والالتزام بالاتفاقيات المبرمة في كل جوانبها سواء التزام في مواعيد الاستلام والتسليم أو في مواعيد الدفع والتسديد أو غير ذلك مما يتفقون عليه ويشترطونه فيما بينهم... زمن أجل ذلك كان الوفاء مطلباً شرعياً أكدت عليه النصوص القرآنية والنبوية، ولعل الملفت للنظر أن كثيراً من النصوص في هذا المضمار ربط بين الوفاء والعقود، وبين الوفاء والمال، وبين الوفاء والكيل والميزان، مما يشعر بضرورة انضباط المسلم بهذا الضابط عند تعامله في المال واستثماره له، فقد قال تعالى: ﴿وَلَا تَقْرُبُوا مَالَ الْيَتِيمِ إِلَّا بِالَّتِي هِيَ أَحْسَنُ حَتَّىٰ يَبْلُغَ أَشُدَّهُ وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولاً﴾⁴.

ثالثاً- ألا يقصد باستثماره إلحاق الضرر بالآخرين أو ظلمهم: إن الحقيقة الناصعة التي تحرص الشريعة على المحافظة عليها دائماً هي أن لا يصبح المال وجمعه كل أهم ومبلغ العلم مهما كانت وسائله ومهما ترتب على ذلك من نتائج، ولذلك فقط أرشدت الشريعة المسلمين عموماً والمستثمرين خصوصاً الذين يتعاملون بالمال أن لا يتعمدوا إلحاق الضرر أو الخسارة بأحد وأن يراعوا مبدأ العدالة والإنصاف ويتجنبوا الظلم والإجحاف، لأن هذا الضابط من الحساسية والأهمية بمكان، كان من الضروري أن تقوم الدولة ممثلة في مؤسسات الرقابة والمتابعة وغيرها من المؤسسات بمراقبة مدى التزام المستثمرين به، خاصة لأن من المستثمرين من لا يقصد بالفعل الإضرار لعدم اطلاعه ومعرفته بما يدور على الساحة، ولو علم أن فعله أو استثماره يؤدي إلى الإضرار بالآخرين لما أقدم عليه فلزم تنبيهه من الجهات الرسمية العليا، وأن هناك من المستثمرين يتعمدون إلحاق الضرر بمنافسيهم ويسعون إلى تدميرهم، أو ضرب السوق فاقتضى الأمر منهم ومحاسبتهم.

الفرع الثالث: الضوابط الاجتماعية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي

ثمة ثلاثة ضوابط اجتماعية أساسية ينبغي على مستثمر الأموال مراعاتها عند الاستثمار وهي⁵:

¹ - زياد إبراهيم، مقداد، "الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق

التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، غزة، 8-9 مايو 2005، ص10 وما بعدها

² - سورة التوبة: الآية: 119.

³ - سورة النساء: الآية: 58

⁴ - سورة الإسراء: الآية: 34.

⁵ - قطب مصطفى، سانو، مرجع سابق، ص175.

أولاً- الابتعاد عن الاستثمار عن طريق الاحتكار: اتفق علماء المسلمين على أن الاحتكار حرام والكسب به خبيث لا يحل لصاحبه، وقد وردت آثار صحيحة عن النبي صلى الله عليه وسلم بإثم الاحتكار. فقد روى ابن عمران أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "الجالب مرزوق، والمحتكر محروم، ومن احتكر على المسلمين طعاما ضربه الله بالافلاس والجذام." وروى أبو مسلمة أن النبي صلى الله عليه وسلم قال: "من احتكر يريد أن يغالي المسلمين فهو خاطئ وقد برئ من ذمة الله."¹

ثانياً- الابتعاد عن الاستثمار عن طريق الربا: وقد حرم الإسلام الربا لقوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ﴾². فالقاعدة في الشرع أن كل قرض جر نفعا فهو ربا لقوله تعالى: ﴿وَإِن تَبُنُّمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ﴾³.

فلو اشترط مع القرض رد المبلغ مضافا إليه زيادة عن قيمته فهو ربا ولو اشترط رد القرض ومعه هدية أو مرتبط به حق الانتفاع أو رهن أو أن يعمل له عملا أو يزرعه أو يصانعه بلا أجر أو بأجر أقل من أجر المثل فهو ربا أيضا⁴.

ثالثاً- الابتعاد عن الاستثمار في السلع المضرة: وجه القرآن الكريم المسلمين إلى الطيبات من السلع والابتعاد عن الخبائث في قوله تعالى: ﴿قُلْ لَا يَسْتَوِي الْخَبِيثُ وَالطَّيِّبُ وَلَوْ أَعْجَبَكَ كَثْرَةُ الْخَبِيثِ فَاتَّقُوا اللَّهَ يَا أُولِي الْأَلْبَابِ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾⁵، ويشترط في كون السلعة طيبة مبدأ الشرعية أي كون السلعة حلالا، كما قال تعالى: ﴿يَسْأَلُونَكَ مَاذَا أُحِلَّ لَهُمْ قُلْ أُحِلَّ لَكُمْ الطَّيِّبَاتُ﴾⁶.

ومن الصفات الجوهرية الأخرى للسلعة الطيبة الجودة، كما أنها ذات منفعة حقيقية وليست وهمية وذاتية، كما أنها مرغوب فيها وتطيب لها الأنفس⁷.

أما ما ورد من نصوص بخصوص السلع الخبيثة قوله تعالى: ﴿حُرِّمَتْ عَلَيْكُمْ الْمَيْتَةُ وَالْدَّمُ وَحَلْمُ الْخَنزِيرِ وَمَا أَهْلَ لِعَبْرِ اللَّهِ بِهِ وَالْمُنْخَنِقَةُ وَالْمَوْقُوذَةُ وَالْمُتَرَدِّيَةُ وَالنَّطِيحَةُ وَمَا أَكَلَ السَّبُعُ إِلَّا مَا ذَكَّيْتُمْ وَمَا ذُبِحَ عَلَى النُّصُبِ وَأَنْ تَسْتَقْسِمُوا بِالْأَزْلَامِ ذَلِكُمْ فِسْقٌ﴾⁸. فالآية شملت مجموعة خبائث كالخمر والمخدرات، والخنزير والذبائح المحرمة وصناعة التماثيل...

¹ -الإمام محمد ،أبو زهرة،التكافل الاجتماعي في الإسلام، (دار الفكر العربي، القاهرة،1991)، ص49.

² -سورة البقرة، الآية:278.

³ -سورة البقرة، الآية:279.

⁴ -جلال جويدة عبده، القصاص، محددات الأثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي دراسة مقارنة، (مؤسسة الشباب الجامعي، الاسكندرية 2006)، صص98-99.

⁵ -سورة المائدة، الآية:100.

⁶ -سورة المائدة، الآية:4.

⁷ -يسرى محمد، أبو العلا،المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، (دار الفكر الجامعي، الاسكندرية،2007)، صص128 وما بعدها.

⁸ -سورة المائدة، الآية:3.

الفرع الرابع: الضوابط الاقتصادية للاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي

يراد بالضوابط الاقتصادية في هذه الدراسة، مجموع المبادئ الاقتصادية العامة التي يؤدي التزام المستثمر المسلم بها إلى تحقيق مقاصد الشرع المتمثلة في استدامة تداول المال، وفي تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والجماعة، والقيام بمهمة الخلافة لله وعمارة الأرض. وهذه المبادئ في طبيعتها مرنة، ودوائرها خاضعة للظروف والأزمنة والأمكنة والأحوال، وذلك لأن ضبطها يتأثر بجملة من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والفكرية¹. وتمثل هذه المبادئ في:

أولاً: الالتزام بمبدأ حسن التخطيط عند الاستثمار: فدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري سبيل

لحماية المال وصونه وقد أُرشدنا إليه القرآن بقوله تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا ضَرَبْتُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَتَبَيَّنُوا﴾².

ووجه الدلالة في الآية أن الله عز وجل قد أمرنا في حال قيامنا بالجهاد -وهو تجارة أخروية رابحة- بأن نتبين حال من نقاتله قبل اتخاذ أي قرار في حقه، وكذلك الحال في أي قرار نتخذه لتحقيق منافعنا في معيشتنا الدنيوية فالعرب نقول: "ضربت في الأرض إذا سرت لتجارة أو غزو أو غيره." فهي دعوة للمؤمنين بأن يتبينوا طريقهم وأن يتثبتوا من كل ما يأتونه وما يذرونه حتى يتجنبوا الزلل والعتار، فالأولى بالمسلم قبل خوض غمار الاستثمار دراسة الجدوى الاقتصادية التي يجنيها منه، والربح الذي يعود عليه من خلال المشروع الذي يستثمر ماله فيه، وبعد ذلك ينطلق للاستثمار بحظي ثابتة يحقق من خلالها الخير له ولأمته³.

ثانياً: الالتزام بمبدأ المفاضلة بين مجالات الاستثمار: إن أول خطوة في اختيار المشروع الاستثماري هي تحديد

طبياته أي السلع والخدمات التي ينتجها، وقد قام الاقتصاديون المسلمون بتقديم تقسيمات عديدة للسلع والخدمات، أفضلهم الذين استندوا على آراء الإمامين الغزالي والشاطبي والتي تنادي بان المصلحة الاجتماعية في الإسلام لها ثلاث مستويات: الضروريات ثم الحاجات ثم الكماليات كما يلي⁴:

1- الضروريات: إن توفر الحد الأدنى من الأهداف التالية يعتبر من الضروريات وتمثل فرضاً واجب التنفيذ:

- توفير أمن المواطن على حياته وعرضه وماله، وحقوقه الإسلامية وتوفير الأمن الخارجي للمجتمع.

- توفير وسائل حفظ الصحة ومعالجة الأمراض.

- الغذاء والكساء.

- نشر المعرفة والتربية في أمور الدين والدنيا.

- المأوى.

¹-قطب مصطفى، سانو، مرجع سابق، ص201.

²-سورة النساء: الآية:94

³-نايل ممدوح، أبو زيد، "استثمار الأموال في القرآن الكريم والسنة النبوية -مفهومه مجالاته، سبل حمايته"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد22، العدد الأول، 2006، صص510-511.

⁴-حمدي، عبد العظيم، دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996)، ص80.

2- الحاجيات: ما زاد عن الحد الأدنى من الأهداف المذكورة سابقاً تمثل حاجيات وتعتبر من قبيل السنة.

3- الكماليات: ما زاد عن الحاجيات تمثل كماليات وهي من قبيل المستحب أو المباح.

من هنا فيجب على المستثمر المسلم أن يرتب هذه الأولويات من الأهم إلى المهم.

ثالثاً- الالتزام بمبدأ المفاضلة بين أساليب الاستثمار: تتعدد أساليب الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي إلا أنها

تتفق على نفي استعمال آليات الفائدة الاستقلالية كضابط عقائدي ثابت لا يتغير بتغير الظروف الزمنية والمكانية، إلا أن تلك الأساليب والصيغ لا تمنع من تقاسم المخاطر وحقوق الأفراد وواجباتهم وحقوق الملكية وتحقيق الأرباح لأنها تجنى من نجاحات الاستثمار في المشاريع النافعة وتأتي عن خلق ثروة إضافية¹.

ومن هذه الصيغ والأساليب؛ المضاربة والمشاركة والمزارعة والمساقاة والمراوحة وغيرها، وعند تطبيقها تؤدي إلى سهولة المزج ما بين عناصر الإنتاج وبالتالي فتح مجالات واسعة لتشغيل موارد المجتمع بنوعيتها المادية والبشرية فضلاً عن مساهمتها في جذب الأموال المكتنزة والمدخرة إلى الاستثمار في تلك الصيغ والأساليب. قال تعالى: ﴿اللَّهُ الَّذِي خَلَقَ السَّمَاوَاتِ وَالْأَرْضَ وَأَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجَ بِهِ مِنَ الثَّمَرَاتِ رِزْقًا لَكُمْ وَسَخَّرَ لَكُمْ الْفُلْكَ لِتَجْرِيَ فِي الْبَحْرِ بِأَمْرِهِ وَسَخَّرَ لَكُمْ الْأَنْهَارَ {32} وَسَخَّرَ لَكُمْ الشَّمْسَ وَالْقَمَرَ دَائِبِينَ وَسَخَّرَ لَكُمْ اللَّيْلَ وَالنَّهَارَ {33} وَأَتَاكُمْ مِنْ كُلِّ مَا سَأَلْتُمُوهُ وَإِنْ تَعَدُّوا نِعْمَتَ اللَّهِ لَا تُحْصُوهَا إِنَّ الْإِنْسَانَ لَظَلُومٌ كَفَّارٌ﴾². تشير هذه الآيات إلى مجموعة من الموارد الاقتصادية التي خلقها الله تعالى وجعل فيها أسباب المعيشة بوصف الأرض قراراً ومهاداً لبني البشر والحيوانات والنباتات وينزل من السماء المطر لينبت به نبات الأرض، أي جعل في السماء مفاتيح الأرزاق ولم يقتصر التسخير للموارد الاقتصادية على ما في الأرض فحسب وإنما جعل المنافع في البحار والمحيطات فهي معدة لان تجري الفلك والسفن فيها فضلاً عن ما يحيط بالأرض من الشمس والقمر والغلاف الجوي والرياح فكلها موارد سخرها سبحانه وتعالى لبني البشر لكي يستكشفها ويستثمرها من أجل إدامة الحياة الإنسانية وتطويرها بما يتناسب وقدراته ومواهبه وحاجاته، وهي مسؤولية شرعية من أجل رفع وتأثر الإنتاج وتحسينه من الناحية الكمية والنوعية من خلال الصيغ المختلفة للاستثمار في مجالات المزارعة والمتاجرة والمصناعة والمراوحة والمشاركة وغيرها.

¹- يوسف علي، عبد الاسدي وحواد كاظم، حميد، "الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي"، مقال في مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة

العدد 30، المجلد الثامن، نيسان 2012، صص 15-16

²-سورة إبراهيم، الآيات: 32-34

خلاصة الفصل الأول:

إنّ الأسواق المالية عصب الحياة في كل اقتصاد كونها قناة إنتقال للأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وقد تكون هذه الأموال قصيرة الأجل فيتم تبادلها بواسطة سوق النقد، أو متوسطة وطويلة الأجل والتي يتكفل بها سوق رأس المال.

وتختلف أسواق رأس المال من الاقتصاد الرأسمالي (التقليدي) إلى الإقتصاد الإسلامي كون هذه الأخيرة تحكمها مبادئ مستمدة من الشريعة الإسلامية، والتي من بينها منع التعامل بالربا والغرر والنجش، لذا لا نجد التعامل بالسندات الربوية في هذه السوق، بينما يجيز التعامل بالأسهم التي تنتفي فيها الموانع الشرعية. ويتم التعامل في أسواق رأس المال الإسلامية من خلال بعض العمليات العاجلة وبعض العمليات الآجلة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

كما يضبط الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي ضوابط مستمدة من الشرع الحنيف، وتتمثل هذه الضوابط في الضوابط العقدية، الضوابط الأخلاقية، الضوابط الاجتماعية والضوابط الاقتصادية.

الفصل الثاني:

الهندسة المالية الإسلامية والتصكيك الإسلامي

تمهيد:

تعاني أسواق رأس المال من مخاطر بسبب استخدامها للأسهم والسندات في التعامل، إضافة إلى كون هذه الأدوات لم تواكب تطور هذه الأسواق بصفة عامة، وتضاعف حجم معاملاتها... كل هذه العوامل دعت إلى التفكير في إيجاد حلول مناسبة لتحسين ديناميكية عمل هذه الأسواق وتطويرها، فظهر ما يسمى بالهندسة المالية والتي جاءت أساسا لإيجاد أدوات جديدة لتفادي المخاطر التي تعاني منها الأسواق المالية، أو على الأقل تقليل هذه المخاطر ومن ثم زيادة أهمية أسواق رأس المال على جميع المستويات الاقتصادية، التنموية والاجتماعية... ولما كانت هناك أسواق رأس مال إسلامية فقد كانت هناك محاولات لإيجاد هندسة مالية إسلامية، والتي تهدف أساسا ليس فقط إلى تقليل المخاطر وإنما أيضا لإيجاد بدائل لأدوات التمويل المحرمة شرعا وبالتالي ظهور ما يسمى التصكيك الإسلامي لحل هذه المشاكل التمويلية من خلال إنتاجه لأدوات مالية تسمى الصكوك الإسلامية والتي هي ذات خصائص إسلامية خالصة كونها تتقيد بأحكام الشرع الحنيف.

حول هذه المفاهيم يدور محتوى هذا الفصل والذي تم تقسيمه إلى خمسة مباحث وهي كالتالي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية.

المبحث الثاني: ماهية الهندسة المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: التصكيك والصكوك الإسلامية-المفهوم والأهمية.

المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية.

المبحث الخامس: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الهندسة المالية

إن تزايد واستمرار تطور أسواق رأس المال وكثافة أنشطتها وتعدد متعاملاتها نتج عنه اختلاف احتياجاتهم أحيانا وقدراتهم، فأدى هذا إلى التفكير في حلول لهذه المشكلة بظهور ما يعرف بالهندسة المالية، لذلك كان لزاما التطرق إلى جوانب مختلفة في الهندسة المالية من خلال تعريفها، نشأتها وكذا عوامل ظهورها والفلسفة التي تقوم عليها ومخاطرها إلى غير ذلك.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية

تعددت تعريفات الهندسة المالية بتعدد مجالات استخدامها، لذلك سنورد بعض التعاريف والتي من بينها ما يلي:

أولاً: تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات

بالنسبة لخزينة الشركة فإن الهندسة المالية قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية للشركة. وقد تتضمن النشاطات التالية:

- تعظيم قيمة المنشأة.
 - إدارة محفظة الأوراق المالية.
 - التفاوض حول التمويل/التحوط في الصفقات التي تنعكس مباشرة على قيمة الشركة آخذاً بعين الاعتبار المخاطر التنظيمية والسياسية.
 - تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والشركة.
 - تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والشركة.
- كل هذه النشاطات يمكن أن تتضمن استخدام النماذج الكمية، البرامج التقنية والمشتقات.¹

كما تعرف أيضاً من هذا الجانب كما يلي: "الهندسة المالية تعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول مبتكرة ومبدعة للمشكلات المالية".²

ثانياً: تعريف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية

تعرف الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية بأنها: "مصطلح يستعمل لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، يأخذ مثل هذا التحليل، عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية كثيراً في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم

¹ - عبد الكريم، قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي، م20، ع2، (1428هـ/2007م)، ص 3-46.

² - محمد كريم، قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، يومي 23 و 24 فيفري 2011، المركز الجامعي، غرداية، ص03.

المستقبلات... الخ، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات"¹.

ويرى الاقتصادي "ميرتون" أن عملية الهندسة المالية يمكن النظر إليها كعملية بناء لأدوات مالية معقدة لا تختلف في مضمونها عن قوالب البناء في تشييد المباني ولكن عناصر البناء هنا هي الأدوات المالية كالعائد، مخاطر الائتمان ومخاطر الأسعار"².

ثالثا: التعريف الشامل

أ- تعريف فينرتي: (Funerty1988): تعنى الهندسة المالية بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مستحدثة، وتقديم حلول خلاقة ومبدعة للمشكلات المالية.³

ب- تعريف الجمعية الدولية للمهندسين الماليين (IAFE): تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية. فالهندسة المالية ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات. علما أن الهندسة المالية تختلف عن التحليل المالي. فمصطلح "تحليل" يعني تشييت الشيء لفهمه. أما مصطلح "الهندسة" فنقصد بها البنية.⁴

ج- كما عرفت بأنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، وتكوين مجموعة حلول إبداعية لمشاكل التمويل في الشركات.⁵

من خلال التعريف السابقة يمكن ذكر التعريف التالي للهندسة المالية: الهندسة المالية هي عملية التخطيط والتصميم والتطوير وابتكار أدوات مالية جديدة، أو تطوير الأدوات المالية الموجودة أصلا، وإيجاد حلول حديثة لمشاكل متعددة كمشاكل تمويل الشركات ومخاطر مالية أخرى ناتجة عن التعامل بمختلف الأدوات المالية.

ومن هذا التعريف يتبين أن الهندسة المالية تشتمل على ثلاثة أنشطة هي:⁶

1- تصميم أدوات مالية مبتكرة، مثل بطاقة الائتمان، وأنواع جديدة من السندات والأسهم، وتصميم عقود تحوط مبتكرة.

¹ - المرجع سابق، ص 03.

² - محفوظ، جبار ومرميت، عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 2010، ص 10، ص 19-44.

³ - خالد، بوخلخال، "دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر، 2011-2012، ص 43.

⁴ - المرجع السابق، ص ص: 43-44.

⁵ - أحلاص باقر، النجار، "قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 21، المجلد الخامس، دون بلد نشر حزيران 2008، ص ص: 164-183.

⁶ - المرجع سابق، ص ص: 164-183.

2- تطوير الأدوات المالية، أي تلبية هذه الأدوات المبتكرة لحاجات تمويلية جديدة، أو التغيير الجذري في العقود الحالية لزيادة كفاءتها فيما يخص المخاطرة ومدة الاستحقاق والعائد.

3- تنفيذ الأدوات المالية المبتكرة، أي ابتكار إجراءات تنفيذية مبتكرة من شأنها أن تكون منخفضة التكلفة ومرنة وعملية.

والابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزا إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية. ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق مالا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.¹

والابتكار المالي يختلف عن الهندسة المالية، ذلك أن الإبداع الذي تحققه الهندسة المالية لا يقتصر على المنتجات الجديدة التي تقدمها، بل يمتد كذلك إلى محاولات تطوير أدوات وأفكار قديمة لخدمة أهداف منشآت الأعمال.²

كما أن القوة الدافعة لتلك الابتكارات التي حملتها الهندسة المالية فهي: الحاجة، إضافة إلى التشريعات المبشرة.³

إضافة إلى ذلك يرى نجيب ميرتون أن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي، وإنها منهج مصوغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات أو شركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها.⁴

الفرع الثاني: نشأة الهندسة المالية وعوامل ظهورها

أولا: نشأة الهندسة المالية

في مطلع الثمانينيات بدأت بورصة وول ستريت (بوصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة مثل: Fisher Black & Rechar Roll لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيدا كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين.

وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم. وفي منتصف الثمانينيات أخذت هذه العملية الوليدة اسما أكثر قبولا وانتشار وهو الهندسة المالية، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو

¹ - عبد الحليم، غربي، "الابتكار المالي في البنوك الإسلامية: واقع وآفاق"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 09، 2009، ص ص: 221-240.

² - منير إبراهيم، هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، (منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، بدون سنة نشر)، ص 15.

³ - المرجع السابق، ص 16.

⁴ - سمير عبد الحميد، رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات مصر، 2005)، ص 83.

الهندسة المالية، وبينما كانت المخاطرة دائما حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.¹

وبذلك أصبحت الهندسة المالية عملية تطويرية، إذ أنه لا يمكن لأحد أن ينكر الدور الذي تؤديه في تنشيط البورصات المالية العالمية، وكذا بوصفها ابتكارات جديدة في المنشآت الاستثمارية بصفة عامة، فضلا عن الأثر الذي أحدثته في التفكير الاستراتيجي للمنشآت المالية والمصرفية وظهور الأسواق المالية الناشئة والمراكز المالية العالمية. لذا فالهندسة المالية تمتلك القدرة على تخفيض كلف النشاطات القائمة والتقليل من مخاطرها، وتجعل من الممكن تطوير منتجات وخدمات وأسواق جديدة.²

وقد أوضحت إحدى الدراسات أن الدراسات في الأسهم والسندات يعتبر أكثر مجالات الاستثمار في الأوراق المالية جاذبية لدى العديد من المستثمرين، إلا أن التطور الذي لحق بصناعة الاستثمار في الأوراق المالية المستحدثة أبرزها ما يطلق عليه الأدوات المالية المشتقة أو المشتقات المالية Financial derivatives وقد نشأت هذه المشتقات كأداة لإدارة مخاطر الاستثمار وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن بجانب كونها أدوات لإدارة وتغطية المخاطر من أهم أدوات الاستثمار.³

ثانيا: عوامل ظهور الهندسة المالية

لقد أدى لظهور مفهوم الهندسة المالية وساعد على تنزيهه لأرض الواقع عوامل عديدة منها:⁴

1) الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:

قامت الوسائط المالية (من بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار وسماسرة...) عموما بتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية (Surplus Units) لوحدة العجز المالي (Deficit Units) ويمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظريا، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المسلّم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي لشيء كثير من عدم الفاعلية وقلة في الكفاءة المدركة.

وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع

¹ - خالد محمد، نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص: 102.

² - هاشم فوزي دباس، العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008)، ص: 21.

³ - عادل محمد، رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، (دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2004) ص: 94.

⁴ - أبوذر محمد أحمد، الجلي، "الهندسة المالية: الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، على الرابط:

<http://islamfin.go-forum.net/t2175-topic> تاريخ الاطلاع: 2014-01-05

رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً، ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

2) تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أم طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء، ولكن ظهور شبكات الاتصال (networks) بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة المنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله.

ونظراً لأن هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما يمتد مبتكروا ومصمموا الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

3) مفهوم الكفاءة والفعالية:

يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسيع قاعدة المشاركين وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء، ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تحويل القروض (loan refinancing).

4) عوامل أخرى:

يمكن كذلك إضافة أسباب أخرى ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية واتساع انتشارها. ومن بين هذه العوامل:¹

*زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة:

أدت زيادة عدد الأسواق المنظمة الجديدة للأسهم المستقبلية والمقايضات والابتكارات في الاتصالات وتقنية الحاسبات خلال السنوات الأخيرة إلى تخفيض تكاليف التجارة والأدوات المالية النمطية بشكل كبير جداً ومن ثم زيادة مجالات استخدام الهندسة المالية بشكل واسع. وكنتيجه لذلك أصبح من الممكن إنتاج عقود مالية

¹ - عبد الكريم أحمد، قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولية الرابع اتجاهات عالمية" الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص ص: 6-7.

حسب الطلب وبتكاليف معقولة، بشكل يشمل تشكيلة واسعة من الحاجات الاستثمارية والحاجة إلى إدارة المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، الحكومات وحتى قطاع العائلات.

*زيادة المخاطر والحاجة إلى إدارتها:

كما أشرنا سابقا، فقد أصبحت التقلبات في الأسعار (أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات) خاصة بعد التوجه العالمي لتعويم أسعار الصرف وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود الجغرافية والسياسية والتطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال، والتحول الاقتصادي من اقتصاديات تركز على العمالة إلى اقتصاديات كثيفة المعرفة، كل هذه أدى إلى التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة في المحيط الاقتصادي العالمي ككل، مما شكل خطرا كبيرا على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها وترتب على ذلك بالتبعية ضرورة إنتاج منتجات مالية جديدة وتطوير قدرات عالية للسيطرة على المخاطر المالية. وأدى ذلك إلى تداول تلك المنتجات والأدوات المالية الجديدة في الأسواق الحالية للأوراق النقدية وفي أسواق رأس المال، وكذلك الأسواق الجديدة.

*محاولة الاستفادة من النظام المالي:

يعبر النظام المالي عن الهيئات والأعوان والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد التمويل، وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم، وتتوقف فعالية النظام المالي على قدرته على تعبئة الادخار وضمان أفضل تخصيص للموارد.

يبرز التحليل الوظيفي لميرتون (Merton 1992) ستة وظائف موكلة للنظم المالية: تعبئة الموارد المالية توزيعها، إدارة المخاطر، استخراج المعلومات لدعم اتخاذ القرارات، التحكم في الخطر الأخلاقي ومشاكل عدم تماثل المعلومات وأخيرا تسهيل شراء وبيع السلع والخدمات من خلال أنظمة الدفع.

وقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراسة وفهم كيفية تأثير النقائص المختلفة الموجودة في النظام المالي أو التغيرات المرتبطة به كعجزه - مثلا - عن القيام بأحد الوظائف المشار إليها سابقا أو الإخفاقات المصاحبة له نتيجة عدم تناظر (تجانس) المعلومات، في تشجيع تطور الهندسة المالية من خلال الابتكار المالي، حيث تؤدي تلك النقائص إلى عدم قدرة الأعوان الاقتصاديين على الاستفادة من النظام المالي بالطريقة التي يرغبون فيها وبشكل كفاء، وهو ما يدفعهم إلى التفكير في تطوير أدوات وآليات جديدة للوصول إلى حلول مثلى لمشاكلهم التمويلية، أو لاستغلال الفرص الاستثمارية... .

ثالثا: عوامل إنتشار الهندسة المالية

تعددت العوامل التي أدت إلى إيجاد وابتكار أدوات مالية جديدة للهندسة المالية نذكر منها:

- إنخفاض إتفاقية بروتن وودز، الأمر الذي ترتب عنه حدوث تقلبات عنيفة في أسعار الصرف فكانت السبب في تطور عقود الصرف الآجل والبحث عن آلية للتحوط ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

وتتجسد الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة، تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في إمكانية التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المنشآت، ومن ثم زيادة عدم التأكد والتي تعني زيادة المخاطر التي تواجهها هذه المنشآت.¹

الفرع الثاني: المجالات المحددة لنطاق الهندسة المالية

يحدد نطاق الهندسة المالية بثلاثة مجالات رئيسية:²

المجال الأول: يتمثل في إبتكار أدوات مالية جديدة. مثال ذلك تقديم أنواع مبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية، وعقود المبادلة التي تغطي إحتياجات منشآت الأعمال.

أما **المجال الثاني:** للهندسة المالية فتتمثل في إبتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات، مثال ذلك التسجيل من على الرف * Shelf Registration والتداول الإلكتروني للأوراق المالية وإبتكار فكرة سماسة الخصم ** Discount Brokerage. هذا فضلا عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية.

وأخيرا يأتي **المجال الثالث:** المتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال. مثال ذلك إبتكار استراتيجيات جديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة، ومن الأمثلة على ذلك عملية تحويل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة levrage Buyont، وتنمية استراتيجيات دفاعية تستخدمها إدارة المنشأة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى Hostile take over.

أي أن الهندسة المالية تغطي المجالات التالية:³

- 1- الخدمات المالية بالبنوك ومؤسسات الادخار والإقراض.
- 2- تخطيط الخدمات المالية للأفراد وإعداد المخطط المالي القانوني certified Financial planner.
- 3- نشاط الاستثمارات، مدير محفظة الأوراق المالية والمحلل المالي القانوني (CFP).
- 4- تقديم الخدمات المالية للمكاتب والشركات العقارية وأمناء الاستثمار والتأمين ومكاتب التأمين.

¹ - هاشم فوزي دباس، العبادي، مرجع سابق، ص: 31.

² - منير إبراهيم، هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق، مرجع سابق، ص: 15.

* - هي قاعدة أقرتها هيئة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية، وبمقتضاها يسمح للمنشأة التي تصدر أوراقا مالية من حين إلى آخر، بأن تقدم طلب تسجيل رئيسي، يتضمن حجم الإصدار الذي ترغبه من ورقة مالية ما، سهم أو سند، على أن يكون الإصدار على دفعات.

** - هو سمسار يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه، في مقابل حصوله على عمولة منخفضة.

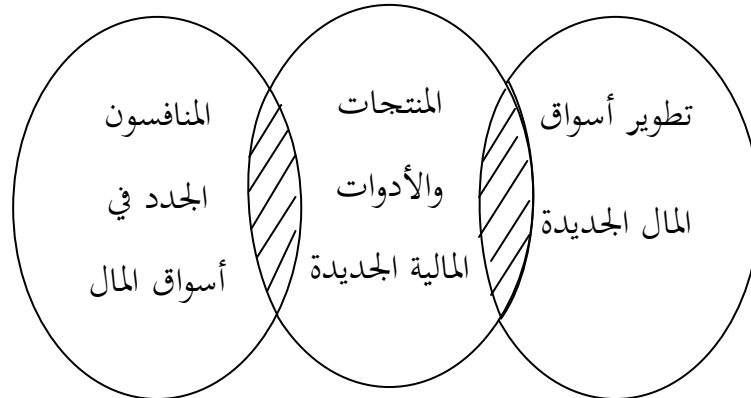
³ - فريد، النجار، المشتقات والهندسة المالية، (الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2009)، ص: 125.

5- إدارة الأعمال المالية لأي نوع من الأعمال المالية والتجارية-الخاصة والعامة- المحلية والدولية، لغرض الربح أو لغير ذلك.

وتسعى الهندسة المالية (البنوك-شركات التأمين، صناديق الاستثمار- الإدارات المالية) برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم أسعار الأسهم، حجم التداول...)، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية. ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية **Data base** تسمح بالحاكاة والتجارب بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي، ومن أمثلة التجديدات في الأدوات المالية ما يطلق عليه بالمشتقات التي تعتمد على عدد من الأوراق المالية.¹

ونحن نرى أنه يقع على عاتق الهندسة المالية تطوير الأسواق المالية الجديدة التي ستجمع منافسين جدد ينتظر أن تلبى المنتجات والأدوات المالية الجديدة متطلباتهم وهي تحديات تواجه الهندسة المالية. ويمكن إيضاح هذه التحديات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (05): تحديات الهندسة المالية.



المصدر: فريد، النجار، المشتقات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص 123.

الفرع الثالث: مخاطر التطبيق الخاطيء للهندسة المالية

إن التطبيق الخاطيء لأدوات الهندسة المالية يؤدي إلى مخاطر جسيمة وإفلاس للشركات وتدهور أسواق المال فالمقامرة وعدم تدخل البنوك المركزية تؤدي جميعها إلى خسائر كبيرة ومثال ذلك المضاربة على أسعار الفائدة دون تطبيق معايير مخاطر السوق.²

¹- فريد، النجار، المشتقات والهندسة المالية، مرجع سابق، ص: 123.

²- حسين عبد الجليل، آل غزوي، "المشاكل المحاسبية المعاصرة"، بحث لمادة المشاكل المحاسبية المعاصرة، الأكاديمية العربية في الدانمارك، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، 2010، ص: 87.

- ومن أهم العمليات الخطرة في تطبيقات الهندسة المالية (عمليات الاستثمار في المشتقات المالية وعدم وضع حدود للمضاربات في أسواق العقود الآجلة للشراء أو البيع) ومنها ما يلي:¹
- 1- الاستثمار في السندات الوهمية مثال ما قامت به بعض البنوك في أوروبا وترتب عليه الإفلاس - بنك الاعتماد والتجارة وبنك هيراشتر الألماني.
 - 2- عدم توفر معلومات كافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المستجدات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية.
 - 3- المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود وإصدار أنواع من العقود التي لا يتم تداولها داخل مقصورات البورصة ولكن خارجها.
 - 4- زيادة طلب البنوك على المشتقات المالية باعتبارها مصدرا للأرباح لتعرض خسائر المصرفية التقليدية.

¹ - المرجع السابق، ص: 87.

المبحث الثاني: الهندسة المالية الإسلامية

تتمتاز أسواق رأس المال الإسلامية بمحدثاتها وضيق حجمها، إضافة إلى تواجدها في بيئة تشهد منافسة شرسة مع أسواق رأس المال التقليدية، وبالتالي كان لزاما العمل على تطويرها وتوسيع حجمها من خلال إيجاد أدوات مالية مستحدثة تتوافق مع أحكام الشرع الحنيف، لذلك ظهر ما يسمى بالهندسة المالية الإسلامية لتحقيق هذه الأهداف. وهذا ما سيتم تناوله في هذا المبحث من خلال التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بالهندسة المالية الإسلامية وكذا أسسها وخصائصها ومختلف منتجاتها.

المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية الإسلامية

الفرع الأول: تعريف الهندسة المالية الإسلامية وتاريخ نشأتها

أولا: تعريف الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجبات الشرع الحنيف.¹

ويلاحظ من خلال هذا التعريف أنه لا يختلف عن تعريف الهندسة المالية عن المنظور التقليدي إلا في كون أن الهندسة المالية الإسلامية تلتزم في عملياتها وأدواتها بأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية. وتتضمن الهندسة المالية الإسلامية العناصر التالية:²

- 1- إبتكار أدوات مالية جديدة.
 - 2- إبتكار آليات تمويلية جديدة.
 - 3- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.
 - 4- أن تكون الإبتكارات المشار إليها سابقا سواء في الأدوات أو العمليات التمويلية موافقة للشرع مع الابتعاد بأكبر قدر ممكن عن الاختلافات الفقهية أي تتميز بالمصادقية الشرعية.
- وعلى الرغم من الاشتراك بين المدرستين - الشرعية والتقليدية - وذلك من حيث الحاجة للإبتكار والتطوير إلا أن هناك مجموعة من الفوارق الجوهرية بينهما والتي تتمثل في الجوانب التالية:³

¹ - فتح الرحمن علي محمد، صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، العدد 26، على الرابط: http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm، تاريخ الاطلاع: 03-01-2014

² - أحمد السيد، كودي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية"، على الرابط: <http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/topics/75194/posts?page=2#http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/157308>، تاريخ الاطلاع: 03-01-2014

³ - مصطفى إبراهيم، عبد النبي، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصري، بنك السودان المركزي، العدد الثاني والخمسون، يوليو 2009، ص:

- ضرورة الانضباط بالنظم الإسلامية.
- الانضباط بالأحكام الشرعية.
- تحقيق مصلحة جميع المتعاملين.
- الأهمية العلمية والعملية للهندسة المالية الإسلامية.

ثانيا: تاريخ الهندسة المالية في الإسلام

من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهرة وربما كان توجيه الرسول ﷺ لبلال المازني ؓ عندما أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له ﷺ: "لا تفعل، بع الجمع بالدرهم واشتر بالدراهم جنبا" إشارة لأهمية البحث عن حلول تلي الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية.

لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل مالا يحل من المعاملات المالية. وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا معارض نصا أو حكما شرعيا ثابتا. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما على العكس، حجرت دائرة الممنوع، وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار والتجديد.

كما يمكننا من خلال تتبع التاريخ الإسلامي الوصول إلى أنه تم استخدام الهندسة المالية في كثير من المعاملات المالية، ومن أمثلتها ما أجاب به الإمام محمد بن الحسن الشيباني حين سئل عن مخرج للحالة التالية: إذا قال شخص لآخر: اشتر هذا العقار - مثلا - وأنا أشتريه منك وأربحك فيه، وخشي إن اشتراه ألا يشتريه منه من طلب الشراء فقال الإمام: المخرج أن يشتري العقار مع خيار الشرط له، ثم يعرضه على صاحبه، فإن لم يشتريه فسخ العقد ورد المبيع.

فقال للإمام الشيباني: رأيت إن رغب صاحبه - من طلب الشراء - في أن يكون له الخيار مدة معلومة؟ فأجاب: المخرج أن يشتري مع خيار الشرط لمدة أكبر من مدة خيار صاحبه، فإن فسخ صاحبه العقد في مدة خياره استطاع هو الآخر أن يفسخ العقد فيما بقي من المدة الزائدة على خيار صاحبه.

إن الحلول أو المخارج التي أشار إليها الإمام الشيباني رحمه الله هي هندسة مالية بالمعنى الحديث للمصطلح وهي حلول مبتكرة للمشاكل المالية التي كانت تواجه الأفراد خلال تلك الفترة، بل وتستخدم هذه الحلول إلى يومنا هذا.¹

¹ - بن علي، بلعوز وعبد الكريم، قندوز، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية بعنوان: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 16-18 نيسان 2007، ص: 3-4.

الفرع الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية ومحدداتها

أولاً: أسس الهندسة المالية الإسلامية

تقوم الهندسة المالية الإسلامية على أسس عامة وأخرى خاصة تجعلها تتميز عن الهندسة المالية التقليدية.

1/ الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية:

تمثل الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية فيما يلي:¹

تحريم الربا والغرر:

الربا في اللغة الزيادة والمقصود به هنا هو الزيادة على رأس المال، قلت أو كثرت، يعتبر بحث الربا مشعباً من النواحي الشرعية ومؤصلاً ومسنداً في رتب الفقه، لكن الغوص فيه ليس سهلاً للكثيرين خاصة غير المختصين بالعلوم الشرعية، لهذا نجد من الاقتصاديين من حاول إيجاد نماذج لإعادة تقديم الربا بأسلوب يتناسب واللغة العلمية المعاصرة. أما الغرر هو ما كان على خطر الحصول، وعرف بأنه ما كان مستور العاقبة، والحديث عام يشمل كل البيوع التي يدخلها الغرر، وهذه قاعدة مهمة تنبني عليها الهندسة المالية الإسلامية، حيث أن فساد العقود في المعاملات يرجع أساساً إلى أمرين هما الربا وما يؤدي إليه، والميسر وما يؤدي إليه وما في معناه.

حرية التعاقد:

المقصود بحرية التعاقد إطلاق الحرية للأعوان الاقتصاديين في أن يعقدوا في العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدين إلا بقيد واحد، وهو ألا تشمل عقودهم على أمور قد نهي عنها الشرع الإسلامي، فما لم تشمل تلك العقود على أمر محرّم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع باليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعاقدة مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرمه الشرع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجوز الوفاء بالجزء المحرّم منها.

التيسير ورفع الحرج:

يعني يجب أن تكون الهندسة المالية الإسلامية المبتكرة من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، والمراد من الحرج الضيق، وتوضح أهمية هذه القاعدة كذلك في أن تقييد الأفراد والمتعاملين بالعقود القديمة فيه حرج وتضيق عليهم، لأنها لا تفي بكل احتياجاتهم وهي متنوعة ومتزايدة، من هذا برزت ضرورة الهندسة المالية الإسلامية وأهميتها في تطوير تلك العقود كالمزج بين أكثر من عقد أو استحداث أخرى، كل ذلك في إطار موجبات الشرع الإسلامي بما يلي الحاجات المتزايدة للتمويل، هذا من جهة. ومن جهة أخرى، فإن ما تقوم به المؤسسات المالية التقليدية من تطوير مستمر لصيغ وطرق وأساليب التمويل بشكل قد يؤدي حتى بالمسلم إلى اللجوء إليها، خاصة في حالة عدم وجود بدائل، وأهمية الهندسة المالية الإسلامية هنا تكون طبعاً في إيجاد تلك البدائل.

¹ - صالح، مفتاح وريجة، عمري، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة يومي 03-04 ديسمبر 2012، ص: 221-239.

الاستحسان والاستصلاح (المصالح المرسله):

والاستحسان هو باب لحرية التعاقد وهو سريان المصالح التي يقرها الشرع، أما المصالح المرسله أو الاستصلاح فهو الأخذ بكل أمر فيه مصلحة يتلقاها العقل بالقبول، ولا يشهد أصل خاص من الشريعة بإلغائها ولكن لا بد من الأخذ بعين الاعتبار بأن مبدأ المصالح لا يؤدي إلى المفاسد، هذا من جهة. ومن جهة أخرى أن المصالح المرسله تختلف باختلاف أحوال الشخص الواحد، فإذا جعلنا كل مصلحة تقتضي حكماً يناسبها، فقد تتناقض أحكام الشريعة، وذلك لا يجوز في الشرع.

التحذير من بيعتين في بيعة واحدة:

هو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأن رسول الله ﷺ نهي عن بيعتين في بيعة، والبيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا تضمنت بيعتين علم أنها بين طرفين، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف والأخرى مع طرف آخر لم تدخل في النهي، وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعاً لحكم البيعة الثالثة فإن كانت هذه الأخيرة ممنوعة شرعاً كانت البيعتان كذلك. وإذا كانت البيعة الثالثة مقبولة شرعاً لم يكن هناك حاجة للبيعتين، وأمكن تحصيل المقصود من خلال البيعة الثالثة مباشرة، وهذه القاعدة أي النهي عن بيعتين في بيعة واحدة هي أهم أسس الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي، وترجع أهميتها إلى أنها هي التي تتضمن بالإضافة إلى السلامة الشرعية، الكفاءة الاقتصادية للمعاملات المالية.

2/ الأسس الخاصة للهندسة المالية الإسلامية:

يتطلب تحقيق الهندسة المالية الإسلامية أسساً خاصة يمكن حصرها في الآتي:¹

أ- الوعي (الوعي بالسوق وأحواله):

ونقصد بالوعي بالسوق أن تكون الحاجات التي يتطلبها السوق معروفة لمن يقوم بالابتكار والتطوير للأدوات والأوراق المالية، بالإضافة إلى تحقيق التراضي بين جميع الأطراف... لأن الهندسة المالية تهدف أساساً إلى تلبية الاحتياجات المختلفة لجميع الأنواع من الأعوان الاقتصاديين... مع استفادة جميع هؤلاء الأعوان.

ب/ الإفصاح (بيان المعاملات وشفافيتها):

ونقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها تلك الأدوات التي يتم إبتكارها أو حتى تطويرها وذلك لسد الثغرات التي يمكن أن ينفذ منها المتلاعبون أو المضاربون لاستخدام تلك الأدوات لتحقيق غايات لم تكن تهدف إليها أصلاً أو التحايل على الربا أو القمار... مع الإشارة إلى أن الالتزام بالشريعة الإسلامية أو ما

¹ - زابدي، عبد السلام، "الهندسة المالية (Financial engineering) مدخل لتطوير الصناعة المالية الإسلامية"، على الرابط:

https://www.academia.edu/241156/_financial_engineering_ ، تاريخ الاطلاع: 2014-01-07.

اصطلح على تسميته المصداقية الشرعية للهندسة المالية، يشكل بهذا الخصوص صمام أمان بسبب إنضباط قواعد الشريعة الإسلامية.

ج/المقدرة والالتزام (الالتزام بالشريعة الإسلامية في التعامل):

ونقصد بالمقدرة أو القدرة وجود مقدرة رأسمالية تمكن من الشراء والتعامل، وكذا الالتزام بضوابط الشريعة الإسلامية.

وإذا كان من الممكن للهندسة المالية الإسلامية أن تشترك مع الهندسة التقليدية في الوعي والإفصاح والمقدرة، فإن الالتزام بالشريعة الإسلامية يعتبر أساسا خاصا بالأولى، كما أنه ميزة لها.

ثانيا: محددات الهندسة المالية الإسلامية:

تحتاج السوق المالية الإسلامية إلى مؤسسات مالية متطورة تستفيد من نتائج الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي في إبداع وابتكار الطرق والعمليات التمويلية التي تضمن لهذه المؤسسات المالية التميز في تقديم منتجاتها المالية، وتحقق لها التفوق والأسبقية على المؤسسات المالية التقليدية، هذا من جهة. ومن جهة أخرى ضمان تدخل فعال لهذه المؤسسات المالية في هذه الأسواق سواء من خلال التحوط أو إدارة المخاطر، وتمثل محددات الهندسة المالية الإسلامية في التالي:¹

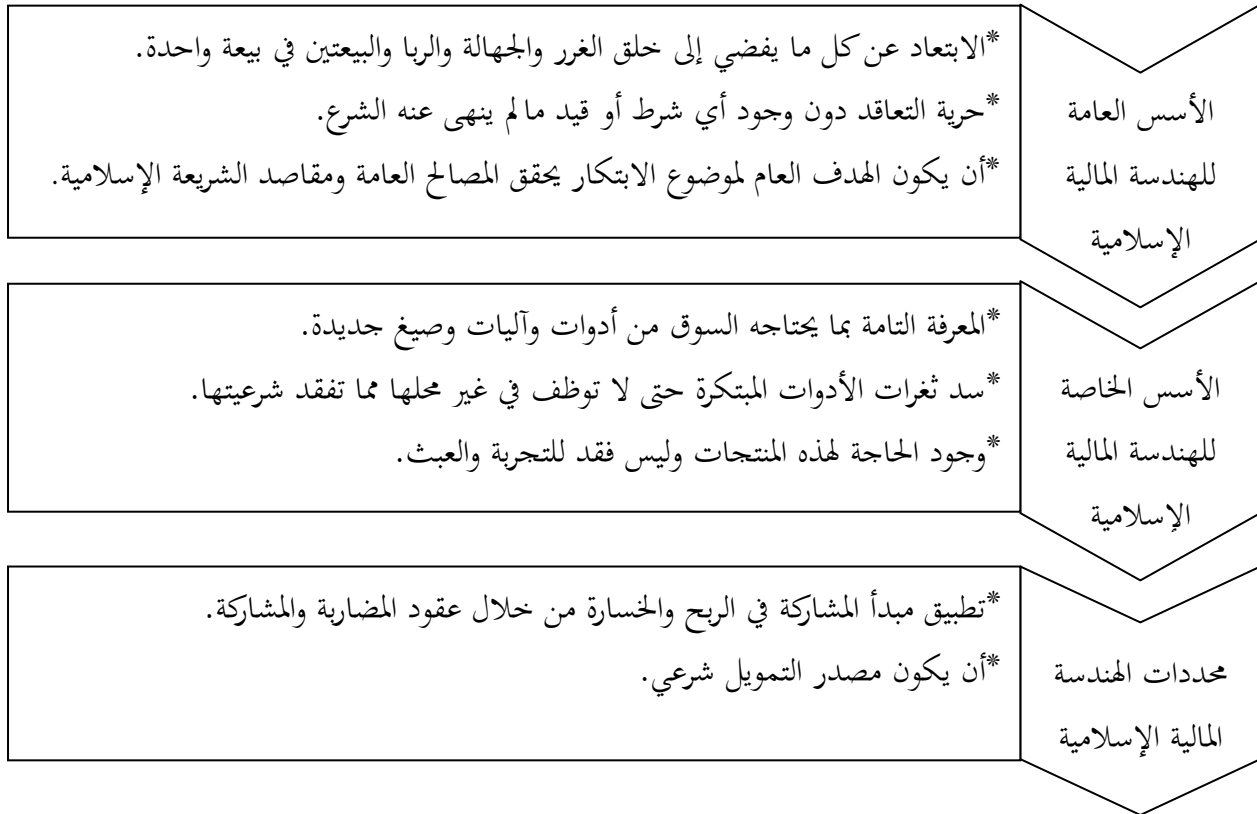
المحدد الأول: الإلتزام بشرط المشاركة في الربح أو الخسارة في نص واضح وكامل لا يقبل التأويل، وذلك على أساس القواعد الشرعية المعمول بها في عقود المشاركات والمضاربات.

المحدد الثاني: أن لا يعاد دفع الموارد المعبأة عن طريق الأوراق والأدوات المالية التي أصدرت على أساس التحلي عن شرط الفائدة الربوية إلى مؤسسات وشركات تتعامل بنظام الفائدة في كل تعاملاتها، كما أنه لا يجوز استثمار الموارد النقدية للأوراق والأدوات الإسلامية في مشروعات تدر عوائد متفق عليها مقدما على سبيل التأكيد.

المحدد الثالث: ضرورة استثمار الموارد التمويلية للأوراق في مشروعات لها أولويات واضحة في مجال المصلحة العامة للمجتمع الإسلامي. والشكل التالي يترجم أسس الهندسة المالية ومحدداتها

¹ - أحمد السيد، كردي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية"، مرجع سابق.

الشكل رقم (06): أسس الهندسة المالية الإسلامية ومحدداتها



المصدر: "الفكر الهندسي المالي الإسلامي" على الرابط:

<http://albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009/08/07/%D8%A7%D9%84%D9%81%D9%83%D8%B1%D8%A7%D9%84%D9%87%D9%86%D8%AF%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A/> ، تاريخ الاطلاع: 03-01-2014.

الفرع الثالث: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

لا يختلف مفهوم الهندسة المالية الإسلامية عن التقليدية من حيث الجوهر وهو الحث على الابتكار والاعتماد عليه لخلق قنوات وأدوات جديدة تناسب التغيرات السريعة في الأسواق المالية العالمية بينما يختلف عنها من حيث الوسيلة والغاية والأهداف فلا بد من شرعية الوسائل المستخدمة في عملية الابتكار وتكون موجهة لتحقيق أهداف تحقق المصالح العامة وليس فقد الشخصية¹. هذه الأمور تجعل الهندسة المالية الإسلامية تمتاز بخصائص تتمثل في المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية.

فالمصادقية الشرعية هي الأساس في كونها الإسلامية، والكفاءة الاقتصادية هي الأساس في قدرتها على تلبية الاحتياجات الاقتصادية ومنافسة الأدوات التقليدية².

¹ - الفكر الهندسي المالي الإسلامي، مرجع سابق.

² - عبد الكريم، قدوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية العدد9، دون بلد نشر، 2012، ص ص: 12-20.

أولاً: المصادقية الشرعية

والمقصود بها أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان.¹

ويفهم من هذا أنه يتطلب التوصل إلى تكييف فقهي موحد بين الفقهاء بشأن المنتجات الإسلامية ما أمكن ذلك.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية:

فالمقصود بها تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية. فتسارع وتيرة الحياة الاقتصادية المعاصرة، والتقدم التقني في عالم الاتصالات والمعلومات، يتطلب تطوير أساليب التعامل الاقتصادي إلى أقل حد ممكن من القيود والالتزامات.

وعليه ينبغي أن نفرق إبتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية إن صح التعبير. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك. السبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد والمجتمعات تتفاوت وتباين، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر. بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام.²

وهاتين الخاصتين المشار إليهما: المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية ليستا منعزلتين عن بعضهما، بل في غالب الحالات نجد أن البحث عن الكفاءة الاقتصادية يؤدي إلى حلول أكثر مصادقية، والعكس صحيح.³

المطلب الثاني: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية وأهم منتجاتها**الفرع الأول: متطلبات نجاح الهندسة المالية الإسلامية**

يتطلب نجاح الهندسة المالية الإسلامية توفر جملة من العناصر قوامها الإلتزام بضوابط الشريعة الإسلامية ومنها:⁴

¹ - سامي، السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، (مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، دون بلد نشر رمضان 1421هـ - ديسمبر 2000م)، ص 15.

² - المرجع السابق، ص ص: 15-16.

³ - عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، الجزائر، 2006-2007، ص: 114.

⁴ - مرغاد، لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي (مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول)"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد 29، فيفري 2013، ص ص: 45-64.

أولاً: التدرج في التطبيق

ونقصد بذلك ضرورة التحول التدريجي في المعاملات والابتكارات المالية للهندسة المالية ووجود المبرر والنية لتطويرها بما يتلاءم ومتطلبات العمل الإسلامي، فالهندسة المالية ليست وليدة النظام الإسلامي كما أنها ليست حكراً على النظام التقليدي، وفي هذا الصدد يقول الباحث م.ع. شابرأ: "من الخطأ الانتقال من النظام النقدي والمصرفي الرأسمالي التقليدي السائد حالياً في العالم الإسلامي إلى النموذج الإسلامي العادل بضربة واحدة أو خلال مدة قصيرة جداً، فهذه المحاولة ربما تخنق النظام كله، وتسبب ضرراً عظيماً للاقتصاد، ومن ثم الإسلام، فعملية الانتقال يتعين أن تكون تدريجية وعلى مراحل خلال مدة كافية لا تطول بلا سبب مشروع، ويجب أن تصاحبها إصلاحات أخرى في المجتمع".

ثانياً: الشفافية والأمانة في المعاملات المالية

ومعنى ذلك شيوع الصدق والشفافية والأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات والمعلومات الصحيحة حول العقود والصفقات والظروف المختلفة للسوق المالية.

ثالثاً: وضع معايير وتشريعات لنشاط المؤسسات المالية الإسلامية

فمن أجل هندسة العمل المصرفي والمالي الإسلامي وتطويره يجب المسارعة في وضع التشريعات للمؤسسات المالية الإسلامية استعداداً لمرحلة المنافسة القادمة التي تفرضها ظروف العولمة والتحرر على جميع الأصعدة. وذلك بتشجيع هذه المؤسسات على استحداث وابتكار وسائل وأدوات مقبولة للتداول في السوق النقدية والمالية، بالإضافة إلى ذلك فإن استقرار النظم المالية يتطلب تطوير معايير موحدة للرقابة معدة حسب خصائص المؤسسات المالية الإسلامية، مع الأخذ في الاعتبار البيئة الاقتصادية والمالية التي تعمل فيها هذه المؤسسات.

رابعاً: توفير السوق المالية الإسلامية

إن تطور النظام المصرفي التقليدي وبشكل هائل في السنوات الأخيرة، كان بفعل تكامله واستفادته من خدمات مؤسسات أخرى أهمها أسواق رأس المال، وهو الشيء الذي لم يتوفر لحد الآن بالشكل الكافي والمناسب للبنوك والمؤسسات الإسلامية، لذا نرى بجمية توفير السوق المالية الإسلامية التي تعمل بأدوات وأساليب إسلامية إلى جانب تشكيل هيئة إسلامية للفتوى على أساس معايير موضوعية وتملك سلطة الإلزام بالنسبة للمعاملات الإسلامية وذلك كشرط ضروري لنجاح عملية الهندسة المالية الإسلامية.

خامساً: التعزيز القانوني للسوق المالية الإسلامية

بمعنى الاعتراف القانوني بخصوصية المؤسسات المالية الإسلامية والسوق المالية الإسلامية على وجه الخصوص وعدم مساواتها للبنوك التقليدية وذلك بإنشاء قوانين لهذا النوع من النشاط المالي الإسلامي حيث يعد ذلك أمراً مهماً لنجاح الهندسة المالية التي تقوم على الإبداع والتطوير في الأدوات المالية.

سادسا: حسن إعداد وتدريب الكوادر المصرفية

أي تأهيلها علميا وعمليا للعمل في الأسواق المالية الإسلامية بهدف زيادة التنسيق والتوسع في الاستثمارات والأدوات المقبولة التداول في النظام المالي الإسلامي، وبالرغم من أننا على يقين أن هذه المتطلبات صعب استكمالها وتطبيقها في ظل ازدواجية وسيادة القوانين والأنظمة المصرفية، إلا أنه سوف يحقق الكثير من المنافع للمؤسسات المالية الإسلامية، ويفسح المجال للتجديد والتطوير في الأدوات المالية وهو جوهر الهندسة المالية.

الفرع الثاني: منتجات الهندسة المالية الإسلامية (المشتقات المالية الإسلامية)

من تعريف الهندسة المالية الإسلامية تبين أنها تصميم وابتكار وتطوير أدوات مالية ومنتجات مختلفة لتحقيق أغراض يأتي التحوط في مقدمتها، ومن أهم منتجات الهندسة المالية الإسلامية، المشتقات المالية والتصكيك الإسلامي الذي ينتج عنه الصكوك الإسلامية، وسنتناول في هذا الفرع المشتقات المالية على أن يتم تناول التصكيك والصكوك الإسلامية في المبحث الموالي.

أولا: تعريف المشتقات المالية

المشتقات (Derivatives) هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد Underlying Asset) والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.¹

كما تشير المشتقات المالية إلى تلك العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية أي الأصول موضوع العقد والتي قد تكون أوراق مالية أو سلع أو عملات أجنبية، ويأتي في مقدمة هذه العقود عقود الاختيار Options، العقود المستقبلية futures، العقود الآجلة forward، والمبادلات Swaps.²

وتتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية:³

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بأحد الأصول المالية.
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد (مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورقة المالية الحالي أو سعر السلعة... الخ).
- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات عادة استثمارات مبدئية كبيرة.
- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.

¹ - طارق عبد العال، حماد، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة)، (الدار الجامعية، مصر، 2001)، ص: 05.

² - يسري حسني، خليفة، "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الإسكندرية العدد رقم (1)، المجلد رقم (46)، يناير 2009، ص ص: 1-30.

³ - بن رجم محمد، خميسي، "تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية"، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد التاسع عشر، جوان 2010، ص ص: 71-88.

- تتيح العقود المالية للمشتقات تحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها بهذا السعر في المستقبل.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

تنقسم المشتقات المالية حسب نوع العقود المستخدمة في التعامل ومن هذه العقود:¹

1- الخيارات:

يعرف الخيار عموماً أنه أحد الأوراق المالية المشتقة التي تمنح لحاملها الحق (وليس الإلزام) لشراء أو بيع موجود أو ورقة مالية بسعر تنفيذ معين.²

ويمكن التمييز بين نوعين من الاختيار: الاختيار الأمريكي، والاختيار الأوروبي، ويمثل الاختيار الأمريكي American option عقداً يعطي لطرف ما (مشتري الاختيار) الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر (محرر أو بائع الاختيار)، بسعر متفق عليه مقدماً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه. أما الاختيار الأوروبي European option فلا يختلف إلا في أن التنفيذ لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه Expiration date والمنصوص عليه في الاتفاق.³

2- المستقبلات Futures:

وتعد من أهم أنواع المشتقات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المنظمة، وتعرف بأنها إلتزام تعاقدية نمطي إما لبيع أو شراء موجود معين بسعر محدد متفق عليه يسمى السعر المستقبلي (سعر التنفيذ) على أن يتم الاستلام أو التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل.⁴

وتتميز العقود المستقبلية (المستقبلات) بالخصائص التالية:⁵

- 1- تتميز بأنها عقود نمطية (Standard contracts) من حيث تحديد كمية العمل ونوعها وشهور التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (open outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسرة.
- 2- يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة المقاصة (Clearing house) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضممان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقاً للعقد.

¹ - شعبان صدام، الإمارة وآخرون، "أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية"، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد (18)، 2010، دون بلد نشر، ص ص: 12-66.

² - أسعد حميد، عبد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، (مركز يزيد للنشر، الأردن، 2005)، ص 79.

³ - منير إبراهيم، هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، (منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 1999)، ص: 573.

⁴ - شعبان صدام، الإمارة وآخرون، مرجع سابق، ص ص: 12-66.

⁵ - مفتاح، صالح، المالية الدولية، (مطبوعة لطلبة السنة الرابعة ليسانس، تخصص: مالية، نقود وبنوك، جامعة بسكرة، 2006/2005)، ص 87.

3- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلية نادر الحدوث وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسياً قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء تنقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.

4- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

3-المبادلات Swaps:

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية)، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ forward contracts حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية... الخ).

وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن محصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يومياً كما هو في العقود المستقبلية، فضلاً عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة، بل سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.¹ ويتميز عقد المبادلة ب:²

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.
- لا يتم تسوية المحصلات أو المدفوعات يومياً كما هو الحال في عقود المستقبليات.
- لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ.

4-العقود الآجلة:

هي التي يلتزم فيها البائع أن يسلم للمشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التعاقد وقد تدفع القيمة وقت الاتفاق أو جزء صغير منها ويؤجل الباقي حتى تاريخ التسليم وذلك مثل عقود شراء العقارات وعقود التصدير والاستيراد.³

¹ - محمود محمد، الداغر، مرجع سابق، ص: 137-138.

² - محمد صالح، الحناوي وآخرون، الاستثمارات في الأوراق المالية ومشتقاتها "مدخل للتحليل الأساسي والفني"، (الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2004)، ص371.

³ - السعيد فرحات، جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات والراهنة)، (دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2000)، ص: 444-445.

الفرع الثالث: المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية

أولاً: المشتقات المالية - نظرة شرعية-

تعتبر المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المالية الحالية مرفوضة شرعاً للأسباب التالية:¹

- 1- شبهة الربا: في مثل هذه العقود من المشتقات غالباً ما يحصل أحد العاقدين على مال بغير عوض وهذا ما يمثل مصلحة زائدة فيها ربا واضح، باعتبار الربا زيادة مال بلا مقابل في معاوضة مال بمال.
- 2- المقامرة والمراهنة: إن المشتريين والبائعين في عقود المشتقات إما مغطون للأخطار أو مضاربون على الأسعار فالمغطون يأخذون موقفاً مستقبلياً لتغطية مخاطر تغير أسعار السلعة ويفعلون ذلك مقامرة ومراهنة على استقرار الأسعار في السوق أو اتجاهها في غير مصلحة تنفيذ العقد من جانب الطرف الآخر، أما الطرف الآخر فإنه يبذل هذا المال على محض المراهنة على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها وفقاً لمركزه، فمكاسب أحد الأطراف هي دائماً على حساب الطرف الآخر.
- 3- لا يترتب على عقود المشتقات ملكية الأصول موضوع العقد، ولا تسليم ولا تسلم بل إن الأمر لا يستوجب في هذه العقود أن يكون البائع مالكا لما يبيع ولا المشتري مالكا للمال الذي يشتري به.
- 4- إن عقود المشتقات ليس لها علاقة بالإنتاج أو التجارة في أي سلع أو خدمات فعلية.
- 5- تتعارض هذه العقود مع قاعدة الشارع في العدل والتي أمر الله تعالى بها ﴿إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُ بِالْعَدْلِ﴾² لأن منفعة أحد الطرفين تعتبر خسارة للطرف الثاني.

إضافة إلى ذلك فهذه الصيغ من العقود غير جائزة شرعاً للأسباب الآتية:³

- عقود المبادلة تقوم على تخفيض تكلفة الاقتراض لتغطية المخاطر، والأساس الذي تقوم عليه هذه التغطية لا يجوز شرعاً لقيامه على سعر الفائدة الذي يمثل الربا المحرم في الشريعة الإسلامية، كما أن العقود المستقبلية على بيع أو شراء أسعار الفائدة ربا أيضاً، وكذلك العقود المستقبلية على مؤشرات السوق مقامرة بحتة، وبيعها أو شراؤها شيء خيالي لا يمكن وجوده، حيث إن هذه المؤشرات ما هي إلا مؤشر لاتجاه سلة مختارة من الأوراق المالية في البورصة تبين اتجاه الأسعار.
- العقود المستقبلية ليست من قبيل بيع السلم الجائز في الشريعة الإسلامية، فالثمن في هذه العقود لا يدفع في مجلس العقد، وإنما يؤجل موعد التصفية، بينما في بيع السلم يجب أن يدفع الثمن في مجلس العقد عند جمهور الفقهاء أو خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أيام عند المالكية، كما أن السلعة المتعاقد عليها تباع في

¹ - بباس، منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية

الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس-سطيف، ص 07.

² - سورة النحل، الآية: 90.

³ - أشرف محمد، دوابه، دراسات في التمويل الإسلامي، (دار السلام، مصر، 2007)، ص ص: 249-251.

- هذه العقود وهي في ذمة البائع الأول، وقبل أن يجوزها المشتري الأول عدة بيوعات، وليس الغرض من ذلك إلا قبض أو دفع فروق أسعار، بينما لا يجوز بيع المبيع في عقد السلم قبل قبضه.
- العقود عليه في الخيار ليس مالا ولا منفعة ولا حقا ماليا يجوز الاعتياض عنه، لذا فإنه عقد غير جائز شرعا، كما أن الاتفاق الذي يؤدي إلى الحصول على خيار لقاء ثمن الخيار لا يعتبر عقدا، لأنه يفتقد محل العقد المعبر شرعا، فضلا عن أن العوض الذي يدفع مقابل الخيار هو في الحقيقة شراء التزام في الذمة، والالتزام حق، والحق لا يقبل المعاوضة، وبالتالي يعتبر أكلا للمال بالباطل، لأنه لم يدفع لتحقيق أو توثيق الشراء، بل هو ثمن للخيار، ولذا لم يعتبر جزء من ثمن البيع.
- عقد الخيار يختلف عن الخيار الشرعي، حيث إن عقد الخيار عقد مستقل عن عقد البيع ومحلله حق لمشتريه والتزام على بائعه وليس معاوضة على سلعة معينة، بينما الخيار الشرعي ليس له وجود مستقل فهو يتعلق بعقد البيع ومحلله سلعة معينة.
- عقد الخيار يختلف عن بيع العربون الذي أحازه الإمام أحمد خلافا للجمهور، فالعربون جزء من ثمن سلعة، أما علاوة الخيار فهي حق أو التزام.
- وكخلاصة يرى "أشرف محمد دوابة" أن عقود المشتقات ما هي إلا مضيعة للوقت لكونها مقامرة على وقائع مغيبية، يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية لفروق يدفعها الخاسرون ويربحها الرابحون، عن طريق لجنة التسوية بالبورصة، ومن ثم فقد أوجب الإسلام حرمتها، والله تعالى أعلم.¹

ثانيا: شروط تطوير مشتقات مالية إسلامية

- إن أي عقد أو معاملة مالية في ظل التمويل الإسلامي يجب أن توافق ضوابط الشريعة الإسلامية، ويمكن أن نحدد هذه الضوابط فيما يلي:²
- تحريم الربا وأي معاملات متعلقة به.
- منع الغرر أي الخطر المرتفع (المعاملات ذات المخاطر العالية أو ما يعرف بتجارة المخاطر أي نقل الخطر) وبيع مالا يملك.
- منع المغامرة والمضاربة في العقود والمعاملات.
- منع التجارة أو تبادل الديون إلا إذا كانت بقيمتها الاسمية.
- وبالتالي فإن تطوير المشتقات المالية الإسلامية يجب أن تتوافر فيه الشروط التالية:³

¹ - المرجع السابق، ص 251.

² - آمال حاج، عيسى وفضيلة، حويو، "المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني، حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 05-06 ماي 2009، ص 15.

³ - عبد الرحيم عبد الحميد، الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 11، (1419هـ-1999م)، ص ص: 55-92.

- 1- يجب أن تكون المشتقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.
- 2- يجب أن تحقق الفوائد والمنافذ للمشتقات المالية التقليدية.
- 3- يجب أن تكون قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

كما يجب على المؤسسات المالية الإسلامية والسلطات النقدية في الدول الإسلامية أن تؤسس وحدة للبحث والتطوير وذلك لتحقيق الأهداف التالية:¹

أ- استحداث مشتقات مالية تحقق المتطلبات السابقة.

ب- تطوير وسائل ومعايير فعالة لقياس المخاطر التي تخفض أو تنشأ باستخدام المشتقات المالية الإسلامية.

ج- تطوير طرق محاسبية جديدة لإظهار وتجسيد مخاطر التغير ومستوى التقلب في قيم أصول وخصوم المؤسسات المالية مثل تقلب أسعار السلع وتقلب أسعار الصرف للعملة الأجنبية وأسعار الأسهم وحصص المشاركات. وعلى المؤسسات المالية الإسلامية تبني هذه الطرق لتحقيق الشفافية ولتعكس الوضع الحقيقي لأصولها وخصومها وحجم المخاطر التي تتعرض لها.

د- سيؤدي استخدام المشتقات المالية الإسلامية إلى تغيرات حركية (ديناميكية) للقطاع المالي والنقدي مما يتطلب من السلطات المالية والنقدية أن تتبنى ضوابط وسياسيات استقرار فعالة تتماشى مع المرونة المتزايدة للمؤسسات المالية ومقدرتها على الحركة عبر النظام المالي الدولي، ولكي تتماشى أيضا مع التغير الديناميكي للمشتقات المالية.

¹ - المرجع السابق، ص ص: 55-92.

المبحث الثالث: التصكيك والصكوك الإسلامية - المفهوم والأهمية

ظهر في العقود الأخيرة ما يسمى بالتصكيك الإسلامي، نتيجة لتغيرات فرضتها اضطرابات حادة في الاقتصاد العالمي - الأسواق المالية بصفة خاصة - ويعد البديل الأمثل للتوريق التقليدي كونه يقوم على مبادئ وقواعد شرعية.

المطلب الأول: التصكيك الإسلامي (نظرة عامة)

الفرع الأول: تعريف التصكيك الإسلامي

تعددت تعاريف الباحثين للتصكيك الإسلامي والتي نذكر منها:

- 1- التصكيك الإسلامي "عملية تقسيم ملكية أصول أو منافع أو كليهما إلى وحدات متساوية القيمة وإصدار أوراق تعبر عن هذه الوحدات".¹
- 2- كما عرفه مجمع الفقه الإسلامي الدولي في القرار (4/19) 178 في دورته التاسعة عشر 1430هـ-2009م بأنه: "إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية موجودات (أعيان أو منافع أو حقوق أو خليط من الأعيان والمنافع والنقود والديون) قائمة فعلاً أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه".²
- 3- كما عرفه منذر قحف بأنه: "وضع موجودات دائرة للدخل كضمان، أو أساس مقابل إصدار صكوك، تعتبر هي ذاتها أصولاً مالية".³
- 4- كما عرفه مجلس الخدمات المالية الإسلامية* كما يلي:

يعني التصكيك عموماً إجراءات إصدار الصكوك وتتضمن الخطوات التالية:⁴

أ- إنشاء موجودات: في التمويل التقليدي تكون عادة عبارة عن قروض أو ذمم مدينة أخرى بينما في التمويل الإسلامي تكون عبارة عن موجودات قابلة للتصكيك حسب أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها كالموجودات موضوع عقد الإجارة.

ب- نقل ملكية الموجودات إلى كيان ذي غرض خاص يتصرف بصفة المصدر وذلك بوضعها في شكل أوراق مالية (صكوك).

¹ - زاهرة، بني عامر، "التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟"، بحث مقدم لمؤتمر: الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013 خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013، جامعة اليرموك، أربد-الأردن، ص07.

² - المرجع السابق، ص07.

³ - منذر، قحف، "الإجارة المنتهية بالتمكليك وصكوك الأعيان المؤجرة"، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشر المنعقدة في مدينة الرياض 21 إلى 27 سبتمبر 2000، ص41.

* - تأسس عام 2002، وجذب عدداً كبيراً من المشاركين، حيث بلغ عدد أعضائه عام 2009 بـ178 عضواً، وضع لتطوير معايير تنظيمية دولية وفق المواصفات المتميزة للمؤسسات المالية الإسلامية ومخاطرها، وللمساهمة في ضمان سلامة النظام المالية واستقراره، ومجال الخدمات التي يقدمها المجلس تشمل الأعمال المصرفية الإسلامية والأوراق المالية الإسلامية وكذلك التكافل الإسلامي.

⁴ - مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، (ماليزيا، يناير 2009) ص04.

ج- إصدار الأوراق المالية (الصكوك) إلى المستثمرين.

من هذا التعريف يظهر بوضوح أن الصكوك الإسلامية هي ناتج عملية التصكيك الإسلامي، ويمكن تعريف التصكيك الإسلامي كما يلي:

بأنه آلية مبتكرة تقوم على تحويل الأصول غير السائلة القابلة للتصكيك حسب ضوابط الشريعة الإسلامية إلى أصول مالية (صكوك) يمكن تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، ويكون الهدف من ذلك توفير السيولة المطلوبة من جهة، والتحوط من المخاطر وتقليلها من جهة أخرى.

الفرع الثاني: الضوابط الهيكلية لعملية التصكيك الإسلامية وآليته

أولاً: الضوابط الهيكلية لعملية التصكيك

يجري التصكيك الإسلامي ويطبق في المؤسسات المالية الإسلامية وفق القيود والضوابط الآتية:¹

- 1- أن تكون نوعية الأصول المصككة من الأصول المباحة شرعاً صالحة للتصكيك بدون وقوع المخاطر الشرعية كالربا والغرر. فلا يجوز مثلاً توريق الديون المبنية على الفروع الربوية لأنه توابع الربا وتوابع الشيء تأخذ حكمه. فأما في صلاحية الديون نفسها بأن تكون أصولاً للتوريق بمفردها سواء أكان فيه عنصر الربا أم لا.
- 2- أن يكون بيع الأصول المراد تصكيكها مبنية على الديون في الذمم من المنشئ إلى شركة التوريق نقداً للابتعاد عن بيع الدين بالدين.
- 3- أن تكون الخطوات وهيكل التصكيك مقبولاً شرعاً، مع استيفاء جميع الأركان والشروط للبيع والشراء وسواء في مرحلة الإصدار للصكوك أو في تداولها في السوق الثانوي.
- 4- عنصر الملكية للأصول حتى تصح عملية البيع والشراء وتبرر الاستفادة من العوائد.
- 5- مشروعية الضمان الواردة على العوائد، إذا كان فيه الضمان على العوائد.

ثانياً: آلية التصكيك الإسلامي

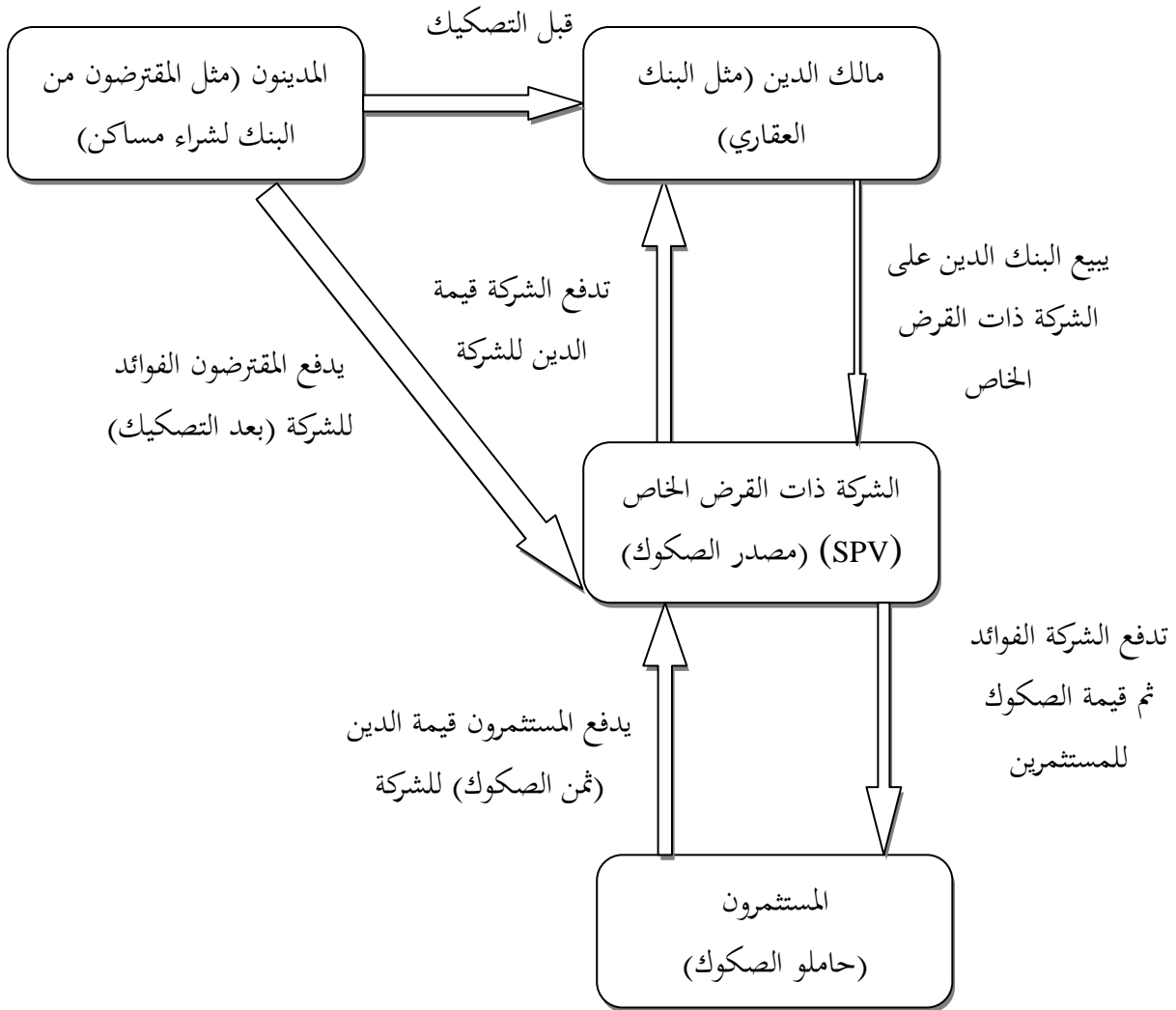
تبدأ عملية التصكيك من رغبة شركة لها أصولها، سواء كانت تلك الأصول ديوناً أم أعياناً بطرح تلك الأصول للبيع للجمهور بواسطة شركة تنشأ لهذا الغرض الخاص، حيث تفوك الشركة المنشئة وأحياناً تسمى الشركة الأم، بنقل ملكية تلك الأصول إلى الشركة ذات الغرض الخاص التي تقوم بدورها ببيع تلك الأصول للجمهور على شكل وحدات متساوية القيمة، وتتمكن الشركة المنشئة من توفير سيولة لها عن طريق نقل تلك الأصول للشركة ذات الغرض الخاص، من خلال رأس المال الناجم من حصيلة بيع تلك الصكوك، وتقوم الشركة المنشئة بتسجيل الأصول المحولة إلى الشركة ذات الغرض الخاص في ميزانيتها تحت عنوان بند خارج الميزانية، ويكون ريع أصحاب الصكوك من فوائد الديون أو التدفقات النقدية، أو أجرة المبنى - على فرض ثبوت الملكية للعين المصككة من

¹ - أختار زيتي، عبد العزيز، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر، ص 11.

الناحية الشرعية- التي تحصلها الشركة ذات الغرض الخاص، وتقوم بتحويلها إلى حملة الصكوك¹. ويلخص الشكل الآتي هيكل التصكيك:²

الشكل رقم (07): مثال لعملية تصكيك القروض

يدفع المقترضون فوائد للبنك



المصدر: عبد الله بن محمد، العمراني ومحمد بن إبراهيم، السحيباني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة"، 1434، ص12، على الرابط:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2276122 تاريخ الاطلاع:

2013-08-09.

¹ - وليد مصطفى، شاويش، "الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون"، ورقة مقدمة إلى ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة، الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والمتوقع)، وزارة الأوقاف الكويتية، الكويت، 18-20/02/2013، ص ص: 04-05.

² - عبد الله بن محمد، العمراني ومحمد بن إبراهيم، السحيباني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية: حالة صكوك الإجارة"، مرجع سابق ص 12.

ويتدخل في عملية التصكيك أطراف أبرزهم:¹

- بنك استثماري لترتيب العملية (ويسمى المرتب).
- وكالة التقسيم تكلف بدراسة هيكل التصكيك وإصدار تقييمها الذي يضمن عادة في نشرة الاكتتاب لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار استثماري سليم بشأن شراء الصكوك، التي يتم عادة طرحها من خلال إكتتاب خاص على المستثمرين المؤسسين (مثل صناديق الاستثمار) أو طرح عام للجمهور.
- متعهد أو وكيل السداد هو من يحصل فوائد الديون من المقترضين. ويجولها إلى المصدر، وغالبا ما يتم توكيل مهمة تحصيل فوائد الديون من المقترضين، وتحويلها إلى المصدر، إلى مالك الدين الأصلي لخبرته في هذا المجال.
- مجلس أو صياء يمثل حملة الصكوك لمراقبة تنفيذ الإتفاقيات، حيث أن الشركة ذات الغرض الخاص لا تكون في المعتاد تابعة لحملة الصكوك.
- ضامن لأصل القروض والفوائد لتقليل مخاطر الإصدار، ويكون ذلك في بعض صور التصكيك لأن الأصل في التصكيك عدم وجود ضامن بخلاف الأصول المالية المصككة، وعادة ما تستخدم عملية التصكيك مشتقات مالية لغرض التحوط المالي وتقليل مخاطر الأوراق المالية المصككة.

الفرع الثالث: أنواع التصكيك ودوافعه

أولا: أنواع التصكيك للديون

تصكيك الديون على أنواع وهي:²

- أ- **تصكيك رأس مال الدين:** وهو تصكيك ما تمنحه المؤسسات الممولة من قروض للعملاء لشراء العقارات والسيارات وغيرها من الأعيان، وفي الغالب لشراء العقارات فيما أصبح يعرف بالزهن العقاري، وكذلك ما تمنحه من ديون بواسطة بطاقات الائتمان.
- ب- **تصكيك تدفقات الفوائد المستقبلية:** وهي عبارة عن تصكيك الفوائد التي ستستحق للمصكك، دون أصل القرض أو الدين، ويكون باستعمال الفوائد المقررة على القروض، ويكون حق حملة الأوراق المالية هو قبض هذه الفوائد تباعا عند استحقاقها حتى نهاية أجل استحقاق القرض.
- ج- **تصكيك مستحقات متوقعة:** كمثل تاجر مرتبط بعقود تصدير لمبالغ كبيرة، وسوف يستمر تنفيذ العقد سنوات على أن يتسلم مستحقاته، مقسطة خلال هذه السنوات، فيتفق مع شركة تصكيك على نقل هذه المستحقات المتوقعة وإصدار أوراق مالية بها، هي الصكوك.
- د- **توريق أدوات التمويل:** من مشاركات ومضاربات، ممثلة في حصة المؤسسة البادئة للتوريق في رأس مال هذه الأدوات عن طريق الاتفاق مع شركة التوريق التي تقوم بطرح قيمة التمويل في صورة أوراق مالية (صكوك مشاركة

¹ - المرجع السابق، ص ص: 12-13.

² - وليد مصطفى، شوايش، مرجع سابق، ص 05

أو مضاربة) ليشتريها المستثمرون والذين يكون من حقهم الحصول على حصة من العائد المحقق، إضافة إلى أصل رأس المال، ويمكنهم تداولها في السوق الثانوية.

ثانيا: دوافع التصكيك الإسلامي

تمثل دوافع عملية التصكيك التي تدفع المؤسسات المالية إلى إصدار الصكوك الاستثمارية في النقاط التالية:¹

- 1) إعادة تدوير الأموال المستثمرة دون الحاجة للانتظار حتى يتم تحصيل الحقوق المالية على آجالها المختلفة لأن التصكيك يساعد على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول تتصف بالسيولة.
- 2) خفض تكلفة التمويل والمخاطر، لأن التصكيك يتيح القدرة على تعبئة مصادر التمويل بالحصول على مستثمرين جدد ومن ثم توفير تمويل طويل أو منتصف الأجل. وبالتالي يتسم بانخفاض درجة المخاطر نظرا لكون الصكوك مضمونة بضمانات عينية وهي الأصول. وبالإضافة إلى أن عملية التصكيك تتطلب فصل محفظة التصكيك وما يلحقها من ضمانات عن غيرها من الأصول المملوكة للشركة منسئة الصكوك.
- 3) تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة وتنويع المعروض فيها من الأوراق المالية وتنشيط سوق تداول الصكوك، والصكوك أيضا تمكن تمويل النشاطات الاقتصادية الضخمة مالا تقدر عليه الجهات التمويلية بانفرادهم.
- 4) تحسين القدرة الائتمانية والهيكلة التمويلية للشركة منسئة الصكوك من حيث أن التوريق يتطلب التصنيف الائتماني للمحفظة بصورة مستقلة عن الشركة، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعا.
- 5) المواءمة بين آجال التمويل أي مصادر استخدامات الأموال، فعملية التصكيك تساعد الشركة في الحصول على التسوية اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل.
- 6) أما بالنسبة للمصارف التي بطبيعتها يوجد لديها محافظ حقوق مالية بمبالغ كبيرة متمثلة فيما تمنحه من قروض وتسهيلات ائتمانية، فعملية التصكيك تكتسب أهمية خاصة بالنسبة لها وهي:
 - تحسين معدل كفاية رأس المال في ظل معايير بازل 2.
 - تحسين المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات.
 - الحصول على التمويل اللازم لمنح قروض جديدة.
 - تنويع أفضل مخاطر الائتمان.
 - خفض تكلفة التمويل وتنويع مصادره.

¹ - علاء الدين، زعتري، "الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصدارتها، تحديات الإصدار"، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية، تحديات تنمية، ممارسات دولية)، عمان-المملكة الأردنية الهاشمية، 18-2010/07/19، ص ص: 19-20.

- توسيع نشاط أسواق المال.

ثالثاً: أوجه الاختلاف بين التوريق والتصكيك الإسلامي

يمكن توضيح أوجه الاختلاف على النحو التالي:¹

- 1- نوعية الموجودات، حيث للتصكيك من الزاوية الإسلامية ضوابط محددة لنوعية الموجودات التي تمثلها (الموجودات المحرمة).
- 2- بيع الموجودات وهو عبارة عن خصم ديون في النظام التقليدي وعملية بيع أو حوالة أو صرف في عملية التصكيك الإسلامي.
- 3- الصيغة العامة للهيكل في التوريق التقليدي في الغالب وحيدة، بينما تتعدد في التصكيك الإسلامي بتعدد صيغ التمويل والبيع والاستثمارات الإسلامية.
- 4- العلاقة بين المورق الأصلي والشركة ذات الغرض الخاص شكلية في الإطار التقليدي بينما هي علاقة حقيقية في النظام الإسلامي.
- 5- عدد الأوراق المالية المصدرة بموجب عملية التوريق الإسلامية عادة متعددة بينما هي وحيدة في النظام الإسلامي.
- 6- العائد على الورقة المالية المصدرة قد يكون فائدة ثابتة في النظم التقليدية بينما يكون عائدا متغيراً أو مستقراً من الناحية الإسلامية.
- 7- وجود هيئة رقابة شرعية تراقب عملية وهيكل إصدار الصكوك الإسلامية.
- 8- لا يسمح في النظام الإسلامي للمورق الأصلي أن تكون له حصة حاكمية في رأس مال الشركة ذات الغرض الخاص SPV بينما قد يسمح بذلك في إطار التجربة التقليدية.
- 9- استثمار فائض السيولة لدى SPV عادة يتم في سندات ذات فوائد في ظل التوريق التقليدي بينما يتم الاستثمار بأدوات ومعاملات تتفق مع الشريعة في حالة التصكيك الإسلامي.
- 10- يتم تمويل عجز السيولة لدى SPV في إطار التجربة التقليدية من خلال أدوات تقليدية بفوائد بينما في إطار الهيكلية الإسلامية يتم من خلال أدوات إسلامية.
- 11- يتم الرد لأصل المبالغ المستثمرة من قبل المورق الأصلي وبالقائمة الأولى للشراء، بينما في حالة التوريق الإسلامي يعطي المورق أولوية (خيار) الشراء، ويتم البيع له بسعر السوق أو حسب الوعد وذلك ضمن هيكلية الإصدار.
- 12- يتم التداول بدون شروط في النظام التقليدي بينما يتم بشروط محددة في حالة النموذج الإسلامي للتصكيك.

¹ - فتح الرحمن علي محمد، صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية - بيروت، الجمهورية اللبنانية، يوليو 2008، دون ترقيم.

المطلب الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية

من خلال التعاريف السابقة للتصكيك الإسلامي تبين أنه عملية ينتج عنها أوراق مالية تسمى الصكوك الإسلامية، التي تصبح قابلة للتداول في سوق رأس المال الإسلامي كونها تتوافق مع أحكام وضوابط الشرع الحنيف.

الفرع الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم الصك في اللغة

يطلق الصك في اللغة على الكتاب الذي يكتب في المعاملات، والأقارير وجمعه صكوك، وأصك وصكاك.¹

في لسان العرب لابن منظور: الصك: الضرب الشديد بالشيء العريض وقيل: هو الضرب عامة بأي شيء كان، صكه يصكه صكا... ومنه قوله تعالى: "فصكت وجهها".²

وفي صحيح مسلم: الصكوك والصكاك جمع صك وهو الورق المكتوب بدين ويجمع أيضا على صكوك والمراد هنا الورق التي تخرج من ولي الأمر بالرزق لمستحقه بأن يكتب فيها الإنسان كذا وكذا من طعام أو غيره.³

ثانياً: مفهوم الصكوك في الاصطلاح

"هي أوراق مالية 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".⁴

كما عرفها الدكتور محمد علي القرني بأنها: "أوراق مالية كمثل ملكية أصل منتج لعائد أو تمثل حصة من المشاركة في نشاط تجاري وفي هذا الجزء هي تشبه الأسهم ولكنها تتسم بأنها ذات عائد ثابت ومخاطرة متدنية وأجل قصير وهذا يجعلها مختلفة عن الأسهم، وتحقق هذه المخاطر المتدنية بأن تنقلب الصكوك في مرحلة معينة في نهاية حياتها إلى دين مضمون على المصدر".⁵

¹ - إبراهيم أحمد، البسطويسي، إبداع الأوراق المالية في البنوك (ودبحة الصكوك) دراسة مقارنة، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر 2009) ص31.

² - ابن منظور، لسان العرب، مرجع سابق، باب الصاد، ص2474.

³ - يحيى بن شرف، النووي، صحيح مسلم شرح النووي، (دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992)، ص171.

⁴ - فؤاد حميد، الدليمي وسفيان بن أحمد، بن أمين، "التصرف في الصكوك بالرهن لدى المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة بحوث إسلامية واجتماعية متقدمة، دون بلد نشر، 2011، ص ص: 114-129.

⁵ - محمد علي، القرني، "أحكام ضمان الصكوك وعوائدها"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم)، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 مايو 2010م، ص04.

كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك الاستثمار بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص"¹.

كما عرف مجلس الخدمات المالية الإسلامية الصكوك في المعيار رقم (7) بأنها: "شهادات يمثل كل منها حق ملكية لنسبة مئوية شائعة في موجودات عينية، أو مجموعة مختلفة من الموجودات العينية وغيرها، وقد تكون الموجودات في مشروع محدد أو نشاط استثماري معين، ويشترط أن يكون المشروع أو النشاط متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية"².

ثالثاً: خصائص الصكوك الإسلامية

من خلال التعريف السابق، يلاحظ جلياً أنها تتميز بعدد من السمات وهي:³

- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير.
- لكل صك قيمة مالية محدد مسجلة عليه.
- تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك ولهذا يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.
- يمثل الصك نصيباً شائعاً في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا فإن انتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.
- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد، ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك باعتباره رب مال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض.
- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعاً في التعاقد.
- هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب المال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين.

¹ - سعيد محمد، بوهراوة وأشرف وجدي، دسوقي، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة، 24-25 مايو 2010م، ص03.

² - المرجع السابق، ص03.

³ - أحمد شعبان محمد، علي، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر، 2013)، ص28.

- الصكوك المالية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات.

الفرع الثاني: الضوابط الاقتصادية والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية أولاً: الضوابط الاقتصادية

يرى الدكتور "كمال توفيق حطاب" أن أبرز الضوابط الاقتصادية هي التالية:¹

- 1) التأكيد على توافر كافة ظروف ومستلزمات الإفصاح في السوق، وتجنب كافة العمليات المبنية على الربا أو الغرر والجهالة والخذاع.
- 2) أن يكون التعامل مع مالكي الصكوك الحقيقيين، فالتعامل مع المالكين الحقيقيين يقلل من الوسطاء والمضاربين الذين قد يتلاعبون بأسعار الصكوك ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمصالحهم.
- 3) فرض قيود على المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين وصناديق الاستثمار بحيث توجه أموالها للاستثمار وليس للمقامرة، ففي بورصة طوكيو - كمثال - لا يسمح لمثل هذه المؤسسات باستثمار نسبة تزيد عما تحدده سلطة السوق.
- 4) المراقبة المستمرة لعمليات السوق بحيث تكون عمليات حقيقية وليست صورية.
- 5) التأكيد على ضرورة منع عمليات البيع بالهامش أو بزيادة المدائبات على حساب الأصول.
- 6) فرض قيود للحد من تقلبات الأسعار، حيث تتخذ أكبر البورصات في العالم في الوقت الحاضر إجراءات للحد من تقلبات الأسعار اليومية، ففي بورصة طوكيو لا يسمح بارتفاع سعر السهم بما يزيد عن 10% خلال يوم واحد.
- 7) عدم السماح بالبيع والشراء أكثر من مرة في اليوم الواحد.
- 8) التحكم بأوقات التداول بزيادتها في الأحوال الطبيعية وخفضها في الظروف الاستثنائية.

ثانياً: الأحكام والضوابط الشرعية لإصدار وتداول الصكوك الإسلامية

هناك مجموعة من الأحكام والضوابط التي تحكم عملية إصدار وتداول الصكوك والصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة ومنها:²

- 1- يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية.

¹ - كمال توفيق، حطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدي، 31 مايو - 3 يونيو 2009، ص ص: 25-26.

² - صلاح بسام محمود، فياض وعلي عبد الكريم محمد، العباينة، "الصكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية"، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، إربد- الأردن، من 12-13 تشرين الثاني 2013، ص ص: 15-18.

- 2- 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.
- 3- ترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك.
- 4- طرفا عقد الإصدار هما مصدر الصكوك والمكتتبون فيها.
- 5- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.
- 6- أن لا تشتمل النشرة على أي نص يضمن به مصدر الصك لمالكه قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، ولا قدرا معيناً من الربح، لكن يجوز أن يتبرع بالضمان طرف ثالث مستقل، كما يجوز أن يقدم مصدر الصك لمالكه بعض الضمانات العينية أو الشخصية لضمان مسؤوليته في حالات تعديّه أو تقصيره.
- 7- يجوز أن تتعهد مؤسسة بشراء ما لم يكتب فيه من الصكوك، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبينا على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولات مقابل ذلك التعهد.
- 8- يجوز أن تصدر الصكوك لآجال قصيرة أو طويلة، أو متوسطة، بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل، وذلك بحسب طبيعة العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه.
- 9- يجوز أن ينظم مصدر الصكوك أو حملة الصكوك طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر، أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة (احتياطي معدل التوزيع)، 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.
- 10- 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 فتراعى الضوابط الشرعية لعقد الصرف، كما تراعى أحكام الديون إذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا، أو تم بيع ما تمثله الصكوك بثمن مؤجل.
- 11- 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 ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
- 12- يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيما لا يخالف الشرع، مثل القيد في السجلات، أو الوسائل الإلكترونية، أو المناولة إذا كانت لحاملها.
- 13- يجوز تداول صكوك ملكية الموجودات المؤجرة أو الموعود باستئجارها منذ لحظة إصدارها بعد تملك حملة الصكوك للموجودات وحتى نهاية أجلها.

- 14- يجوز استرداد صكوك ملكية الموجودات المؤجرة من مصدرها قبل أجلها بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.
- 15- 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.
- 16- يجوز للمصدر أن يسترد صكوك ملكية منافع الأعيان (الموجودات) المعينة من حاملها بعد التخصيص ودفع ثمن الاكتتاب سواء كان بسعر السوق أم بالثمن الذي يتراضى عليه العاقدان حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.
- 17- لا يجوز تداول صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الدين، فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.
- 18- يجوز تداول صكوك ملكية الخدمات التي تستوفى من طرف معين قبل إعادة إجارة تلك الخدمات فإذا أعيدت الإجارة كان الصك ممثلاً، وهي حينئذ دين في ذمة المستأجر الثاني فيخضع التداول حينئذ لأحكام وضوابط التصرف في الديون.

ثالثاً: الإستراتيجية العلمية والعملية لتطوير الصكوك الإسلامية كمنتجات مالية إسلامية

يمكن تلخيصها في الآتي:¹

- 1- تفعيل دور الرقابة الشرعية في عملية تطوير المنتجات والمتابعة المستمرة لعمليات التنفيذ.
- 2- العمل على تجميع الجهود وتضافرها لوضع معايير شرعية موحدة للصناعة المالية الإسلامية وهذا من شأنه أن يقدم رؤية واضحة للضوابط الشرعية للمنتجات المالية الإسلامية ويعزز ثقة الجمهور والمساهمين بها.
- 3- تشجيع البحث العلمي وتخصيص عوائد مالية من أرباح المنتجات المالية لأغراض الدراسات والبحوث العلمية التي تهدف لتطوير المنتجات.
- 4- العمل على إنشاء سوق مالية إسلامية تضمن تسويق مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية منتجاتها من خلالها، وتأمين السيولة اللازمة لها حيث أن هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة وعوائق عديدة في تسويق منتجاتها وإيجاد التمويل المناسب لها من خلال الأسواق التقليدية.
- 5- تأسيس وتفعيل دور مؤسسات البنية التحتية في الصناعة المالية الإسلامية مثل مجلس الخدمات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها في مجال التطوير والابتكار.
- 6- الوصول في تكلفة الإنتاج إلى أدنى مستوياتها لتحقيق ميزة تنافسية على مثيلاتها التقليدية.

¹ - محمد عمر، جاسر، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان: الواقع... وتحديات المستقبل، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010، صنعاء-الجمهورية العربية اليمنية، ص: 11-12.

7- تدريب وتأهيل العاملين في تشغيل هذه المنتجات حيث تلعب خبرة هؤلاء الموظفين دورا مهما في تقليل المخاطر ويؤدي فهمهم الدقيق لطبيعة المنتج إلى الاحتراز من الوقوع في المخالفات الشرعية وفهم أكبر لمتطلبات التطوير.

الفرع الثالث: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأدوات الاستثمارية الأخرى

أولا: مقارنة بين الصكوك والأسهم: تختلف الصكوك الإسلامية عن الأسهم في نقاط نوجزها فيما يلي:¹

- 1) الصكوك (بشكل عام) ورقة مالية قليلة المخاطر، بينما الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.
- 2) من الفروق من جهة الشركة المصدرة أن الصكوك -في أغلب هياكلها- أداة تمويل خارج الميزانية، بينما الأسهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، وعليه فحامل الصك ممول للشركة المصدرة، وأما مالك السهم فهو شريك ومالك لحصة مشاعة في رأس مال الشركة.
- 3) لما كانت الصكوك أداة مالية غرضها تمويل المصدر؛ فإنها -في الأعم الأغلب- تكون مؤقتة ولها تاريخ استحقاق "إطفاء"، بينما الأسهم ورقة مالية غير مؤقتة.

ثانيا: مقارنة بين الصكوك والسندات التقليدية

تشارك الصكوك والسندات في كون كل منهما أداة تمويلية، يمكن بواسطتها سد الحاجة إلى التمويل في الجهات المختلفة، وقد تفيد في التحكم في حجم السيولة النقدية، وهذه فائدة كبرى تدعم الاستقرار الاقتصادي فتقل بذلك مخاطر التقلبات، ولذلك يقع الخلط لدى كثير من الكاتبين بينهما، فنجد أنهم يذكرون كملة الصكوك مقابلة للمصطلح الإنجليزي (Securitisation)، بينما هذا المصطلح يعني عملية تحويل القروض الربوية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، فهو بذلك مرادف لسندات الدين المحرمة شرعا.² وتمثل الفروق الجوهرية بين السندات والصكوك الاستثمارية فيما يلي:³

- 1) السندات بجميع أنواعها تمثل دينا في ذمة المدين مصدر الصك لصالح دائنه (حامل الصك) فالعلاقة بينهما علاقة المدائنة، وأما الصكوك الاستثمارية فهي تمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة المشاركة وليست علاقة المدائنة.
- 2) السندات تحدد لها فائدة ثابتة، أو متغيرة من زمن إلى آخر، ولذلك صدرت قرارات الجامع الفقهيية بحرمة السندات لأن تلك الفائدة هي الربا المحرم، وأما صكوك الاستثمار فليست لها فائدة ثابتة أو متغيرة وإنما

¹ - حامد بن حسن بن محمد علي، ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة: 24-26/05/2010، ص ص: 03-04.

² - حمزة بن حسين القعر، الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة 24-25 مايو 2010، ص ص: 04.

³ - علي محي الدين القره، داغي، "بيع الصكوك لحاملها-دراسة فقهية اقتصادية"، ورقة مقدمة إلى ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة المنعقدة يومي الثلاثاء والأربعاء 13-14/12/2011، بفندق بارك حياة، جدة، ص ص: 40-64.

الأمر فيها إذا تحقق لها الربح فهي تأخذ نصيبها منه، وإذا خسرت الشركة فإن الموجودات التي يمثلها الصك الاستثماري قد قلت، أي أن الصك الاستثماري خاسر بنسبة نصيبه من الخسارة. والخلاصة أن الصك الاستثماري يتأثر بموجودات المشروع سلبيًا وإيجابًا، ربحًا وخسارة، في حين أن السند لا يتأثر بأي شيء، وإنما يأخذ صاحبه أصل الدين مع الفائدة المقررة المتفق عليها. ولكن الصكوك اليوم من خلال مجموعة من العقود والإجراءات، ولا سيما الصكوك القائمة على الإجارة المنتهية بالتملك استطاعت أن تعطي مؤشرًا لأرباح مناسبة.

3) عن تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها، أما الصك الاستثماري فليس له الأولوية، وإنما تصرف له نسبه مما يتبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أن موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم. ويمكن إنجاز أهم نقاط المقارنة بين الصكوك الشرعية والسندات الربوية بالجدول التالي:

الجدول رقم (02): المقارنة بين الصكوك الشرعية والسندات الربوية

عناصر المقارنة	الصكوك الشرعية	السندات التقليدية (الربوية)
1- الطبيعة والشكل القانوني	حصة شائعة للموجودات طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة وتعتبر من الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل	قرض ربوي، فوائد دورية (ثابتة) ويعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل
2- آلية الإصدار	الاكتتاب العام مع مراعاة الضوابط الشرعية	الاكتتاب العام
3- التداول	قابليتها للتداول مع مراعاة حالة الموجودات استثناء صكوك السلم والاستصناع لا تتداول	قابليتها للتداول
4- الأرباح والعوائد	الربح غير مقطوع وإنما قائمة طبقاً لمبدأ المشاركة بالربح والخسارة ((المغرم بالمغرم))	الفوائد دورية ومحددة سلفاً
5- القابلية للتحويل إلى أسهم	غير قابلة للتحويل لأن الصكوك عبارة عن مشاريع قائمة	قابلة للتحويل إلى أسهم
6- التزامها بالضوابط الشرعية	من شروط التعاقد التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية	لا يوجد التزام بأحكام الشريعة ويكون الالتزام بما يخدم المصالح الدنيوية
7- التمثيل القانوني للمالكين	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي الصكوك، لتمثيلهم مع الجهات الأخرى باعتبارهم أرباب مال	تنشأ هيئة ذات شخصية مستقلة مملوكة لحاملي السندات لتمثيلهم مع الجهة المصدرة للسندات

<p>باعتبارهم مقرضين</p>		
<p>تضمن الجهة المصدرة رأس المال والفوائد</p>	<p>لا ضمان لرأس مال حاملي الصكوك ويمكن شرعا أن يتبرع طرف ثالث بالضمان، شريطة أن يكون منفصلا في شخصيته مستقلا بذمته المالية عن طرفي العقد</p>	<p>8-ضمان رأس المال</p>
<p>يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار وفق المنصوص عليه في نشرة الإصدار</p>	<p>يمكن أن يكون كليا في نهاية مدة الإصدار أو جزئيا بالتدرج خلال سنوات الإصدار مع مراعاة جميع الضوابط الشرعية المتعلقة بإصدار الصكوك وتداولها ومبدأ العدل والمساواة بين حملة الصكوك</p>	<p>9-الإطفاء</p>

المصدر: بن الضيف محمد، عدنان، مرجع سابق، ص142.

المبحث الرابع: أنواع الصكوك الإسلامية

في المباحث السابقة توصلنا إلى أن الأسهم والصكوك الإسلامية تعتبر أهم أدوات التعامل في سوق رأس المال الإسلامي، كما أن الصكوك الإسلامية عبارة عن نتاج لعملية التصكيك الإسلامي التي فرضتها تغييرات متسارعة ومختلفة في سوق رأس المال الإسلامي، لعل المخاطرة من أهمها، إلا أن الصكوك الإسلامية توجد على عدة أنواع يمكن حصرها في ثلاث مجموعات وهي:

(1) الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على عقد الشراكة.

(2) الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على عقد البيع.

(3) الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على عقود الإجارة.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة

الفرع الأول: صكوك المقارضة (المضاربة)

أولاً: تعريفها:

هي الوثائق المحددة القيمة التي تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي يقدمونها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله وتحقيق الربح.¹

كما تعرف بأنها الوثائق الموحدة القيمة والصادرة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح والإيرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيه وبحسب النسب المعلنة على الشيوخ المتبقية من الأرباح الصافية.²

وهي تشبه صكوك المشاركة ولكن الاختلاف فيها إن حملة صكوك المضاربة يحصلون على جزء من الربح والمضارب يحصل على الجزء الآخر، أما الخسارة التي لم تنجم عن تقصير أو تعدد من المضارب فيتحملها حملة الصكوك فقط.³

وتقوم سندات المقارضة كما نص عليها الجمع الفقهي في قراره رقم: 30(4/5) على العناصر التالية:⁴

(1) تمثل سندات المقارضة حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة.

(2) تتمثل الصيغة في هذه السندات في أن الاكتتاب يمثل الإيجاب، وقبول الجهة المصدرة يمثل القبول، وهذا ما يحصل أثناء إنشاء شركة مضاربة.

(3) قابلية سندات المقارضة للتداول في سوق الأوراق المالية.

¹ - أحمد، الزعيبي وعبد الله، ربايعة، "أحكام المضاربة الفاسدة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني"، مجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الرابع، العدد (1)، 2008، ص ص: 113-127.

² - حيدر بونس، الموسوي، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، (دار البازوري، عمان-الأردن، 2011) ص127.

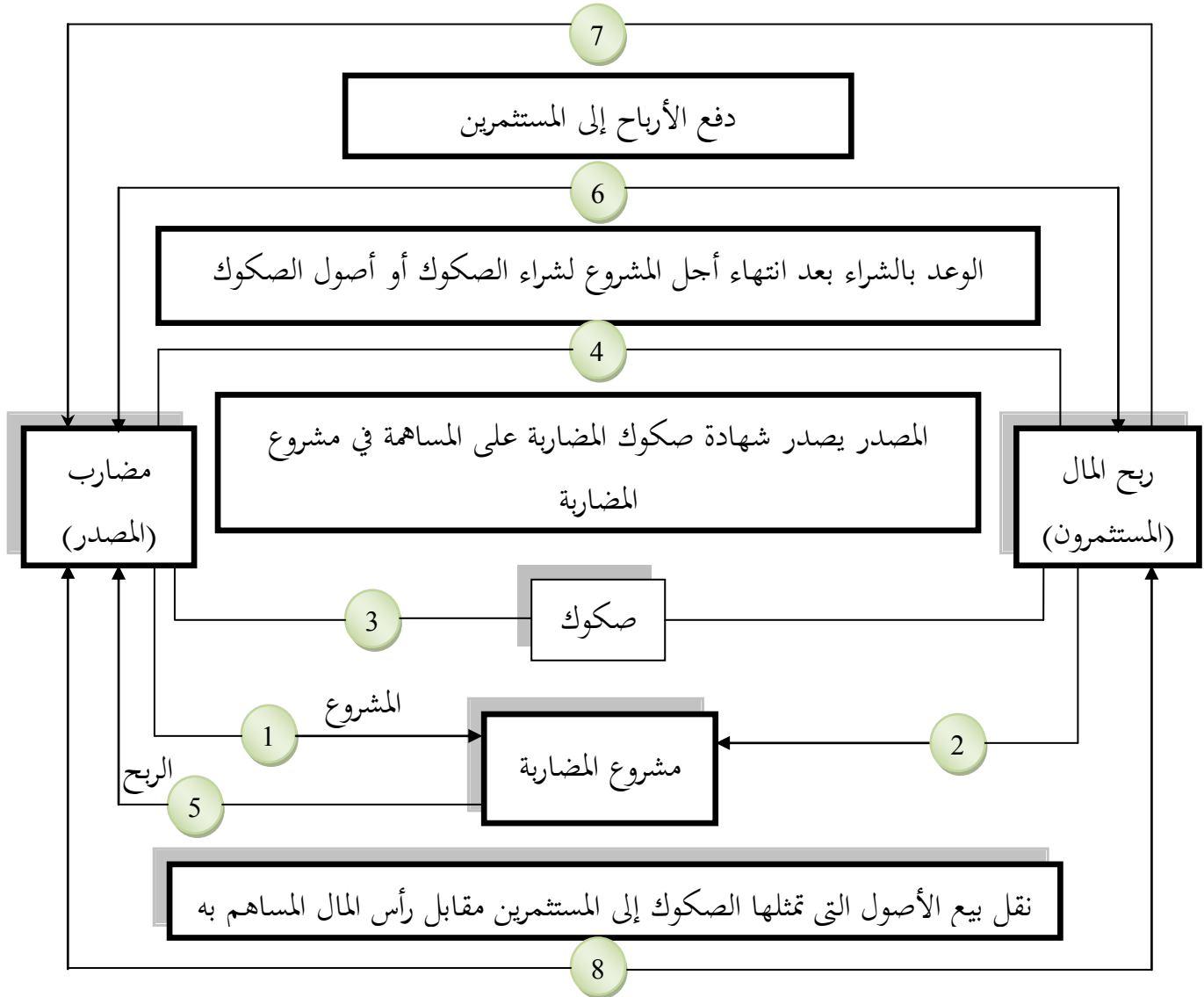
³ - المرجع السابق، ص127.

⁴ - أحمد، الزعيبي وعبد الله، ربايعة، مرجع سابق، ص ص: 113-127.

- (4) يسترد صاحب السند قيمته تدريجياً من صافي أرباح الجهة المصدرة بحيث تخصص نسبة منها لإطفاء قيمة السند الأصلية، ولكن يجب أن يتم ذلك شرعاً حسب القيمة السوقية للسندات وليس القيمة الاسمية.
- (5) يضمن طرف ثالث كالدولة رأس مال المكتتبين بحيث لا يتعرضون للخسارة، ويحصلون على أموالهم كاملة سواء ربح المشروع أو خسر في هذه السندات.
- ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك المضاربة بالنموذج التالي:

الشكل رقم (08): نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة.

بعد انتهاء الأجل يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك أو أصول الصكوك (وفاء بالوعد في الشراء)



المصدر: زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، (دار الثقافة، عمان- الأردن، 2012)، ص104

ثانيا: خصائص صكوك المضاربة

- إن صكوك المضاربة كورقة مالية إسلامية لها مجموعة من الخصائص منها:¹
- أ- تعتبر أداة مناسبة لاستدرار المال، وهي قائمة على تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية تسجل بأسماء مالكيها لتمويل مشروع استثماري معرف بوضوح في نشرة الإصدار.
- ب- تمثل صكوك المقارضة حصصا في رأس مال المضاربة، تتيح لحاملها فرصة الحصول على أرباح المشروع (إن وجدت) وبصورة غير محددة مقدما، وبحسب مساهمات حملة الصكوك.
- ج- قابلة للتداول طالما أنها تمثل محلا لأصل معروف يعمل في نشاط معلوم غير مخالف للشرع ويتعلق بالمضاربة ثلاثة شروط منها:²
- أن يكون رأس المال نقودا وهذا اشتراط جمهور الفقهاء فلا يجوز بالعروض ولا بالديون.
 - أن يكون رأس المال معلوم القدر والجنس والصفة عند التعاقد ومحددا تحديدا نافيا للجهالة.
 - أن يكون رأس المال مسلما للمضارب بمعنى تحلي رب المال عن مال المضاربة وإفساح المجال للمضارب لتمكينه من تحريك المال وتثميته.

ثالثا: أنواع صكوك المضاربة

- ويمكن أن تختلف هذه الصكوك باختلاف نوع المضاربة فيمكن أن تكون التالي:³
- 1) صكوك المضاربة المطلقة: حيث إنها لا تكون مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب الحق في استثمارها في أي مشروع.
 - 2) صكوك المضاربة المقيدة: وتفيد هنا بمشروع معين كالاتثمار في العقارات أو الاستثمار في مصانع السيارات أو غيرها.
 - 3) صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأس مالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأس ماله.
 - 4) صكوك المضاربة المحدودة أو (المستردة بالتدرج): وتحدد هنا الجهة المصدرة تواريجا بمثابة محطات يمكن لأصحابها أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

¹ - علام، عبد النور، "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام- دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2012/2011، ص ص: 46-47.

² - سمير عبد الحميد، رضوان، "دراسة بشأن إصدار صكوك تنمية إسلامية كبديل للمعونة الأمريكية وسد الفجوة التمويلية في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية الاقتصادية"، ورقة مقدمة إلى ندوة "الصكوك وسبل تطبيقها في مصر"، 14 مارس 2012، ص ص: 06.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2008/2007، ص ص: 131-132.

وتنطوي تحت هذا النوع كل أنواع الأوراق المالية القائمة على أساس المضاربة مهما اختلف اسمها من سندات أو صكوك أو شهادات وعلى سبيل الذكر لا الحصر:¹

1) شهادات الاستثمار الإسلامية: حيث قام البنك الإسلامي للتنمية بإصدار هذه الشهادات، وهي شهادات مخصصة لتمويل تجارة الدول الإسلامية، فيقوم البنك بدور المضارب وله من صافي الأرباح 5% و 5% من الأرباح تبقى لدعم المركز المالي و 90% لأصحاب الشهادات كل بنسبة مما يملك.

2) شهادات ودائع الاستثمار: وهي التي تصدر عن بيت التمويل الكويتي حيث تعتبر بيت التمويل الكويتي هو المضارب وصاحب الشهادة هو رب المال وهي تقوم على أساس عقد مضاربة مطلق أو مقيد ويتفق على مدتها مع مشتريها بشرط أن لا تقل عن سنة واحدة ويجوز تجديد مدة الشهادة بناء على رغبة صاحبها فتكون بهذا محدودة الأجل.

الفرع الثاني: صكوك المشاركة

أولاً: تعريفها

صكوك المشاركة² هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع، أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكاً لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس الشركة، أو على أساس المضاربة، أو على أساس الوكالة بالاستثمار².

وتتعدد استعمالات صكوك المشاركة ومنها:³

- من تطبيقات صكوك المشاركة أن تشترك فيها الدولة أو شركة مساهمة من طرف ومالكي الصكوك من طرف آخر لتمويل شراء العقارات مثلاً وتديرها جهة متخصصة وذلك بهدف تحقيق عائد يتم توزيعه على المالكين بنسبة ما يملكه كل منهم.

- وتصلح سندات المشاركة أداة للسيولة إذا كانت تمثل موجودات فيها أصول عينية أو منافع بالإضافة إلى النقود والديون التابعة للأعيان، لأن تداولها في هذه الحالة ينقلها من ملك حاملها إلى حامل جديد لا يخضع للقيود المطلوبة في مبادلة النقد بنقد مختلف وهي المنع من التأجيل وكذلك المنع من الزيادة أو النقص في نقل الديون تجنبا للربا، وقد اشترط قرار مجمع الفقه الإسلامي أن تكون الغالبية هي الأعيان والمنافع واكتفت بعض الفتاوى بكثرة الأعيان والمنافع بحيث تكون النقود والديون تابعة لها.

ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك المشاركة بالنموذج التالي:

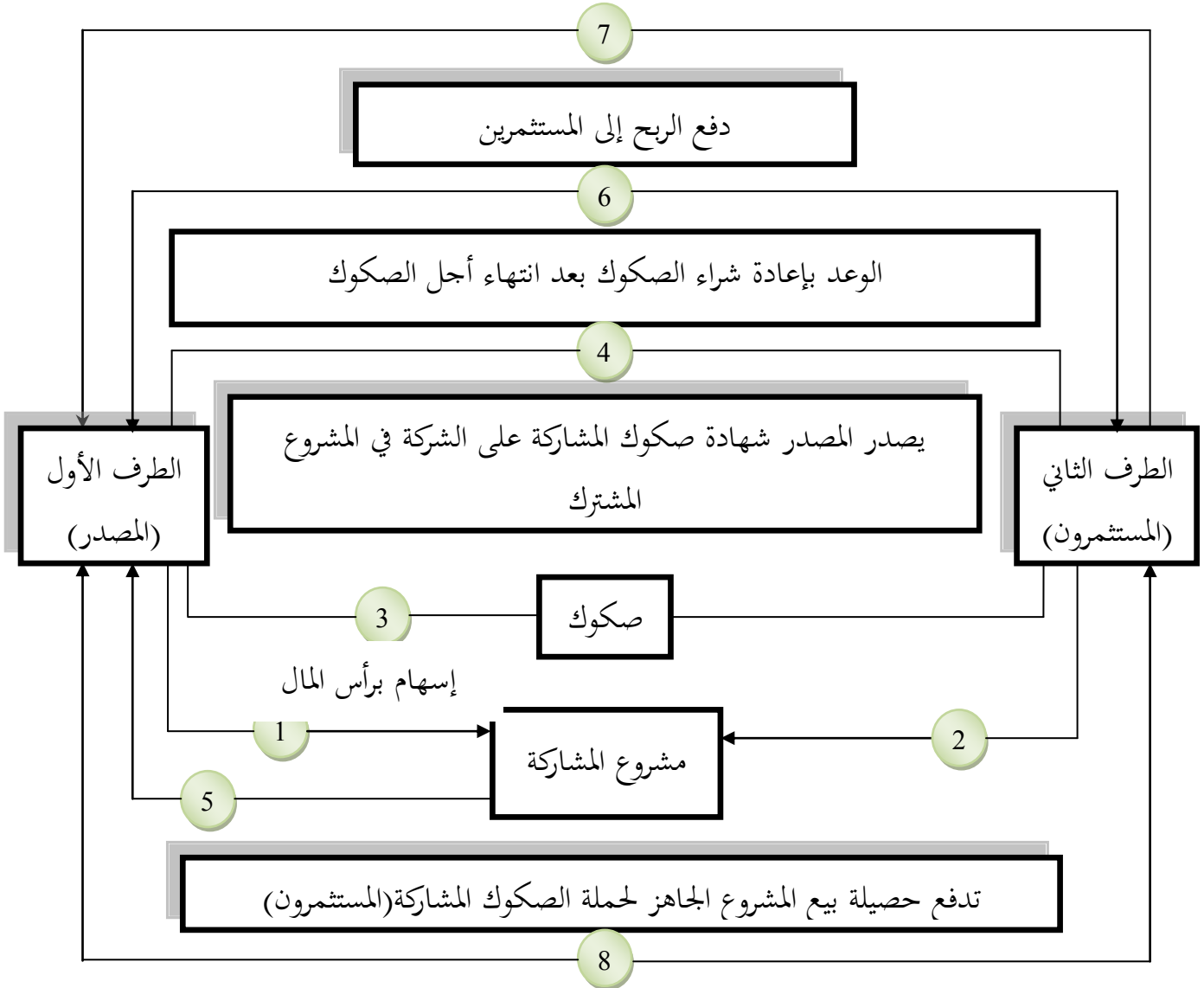
¹ - المرجع السابق، ص132.

² - هشام أحمد، عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسة تطبيقية فقهية، (منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 2010) ص304.

³ - أحمد محمد محمود، نصار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، (المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، دون سنة نشر)، ص120.

الشكل رقم (09): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة

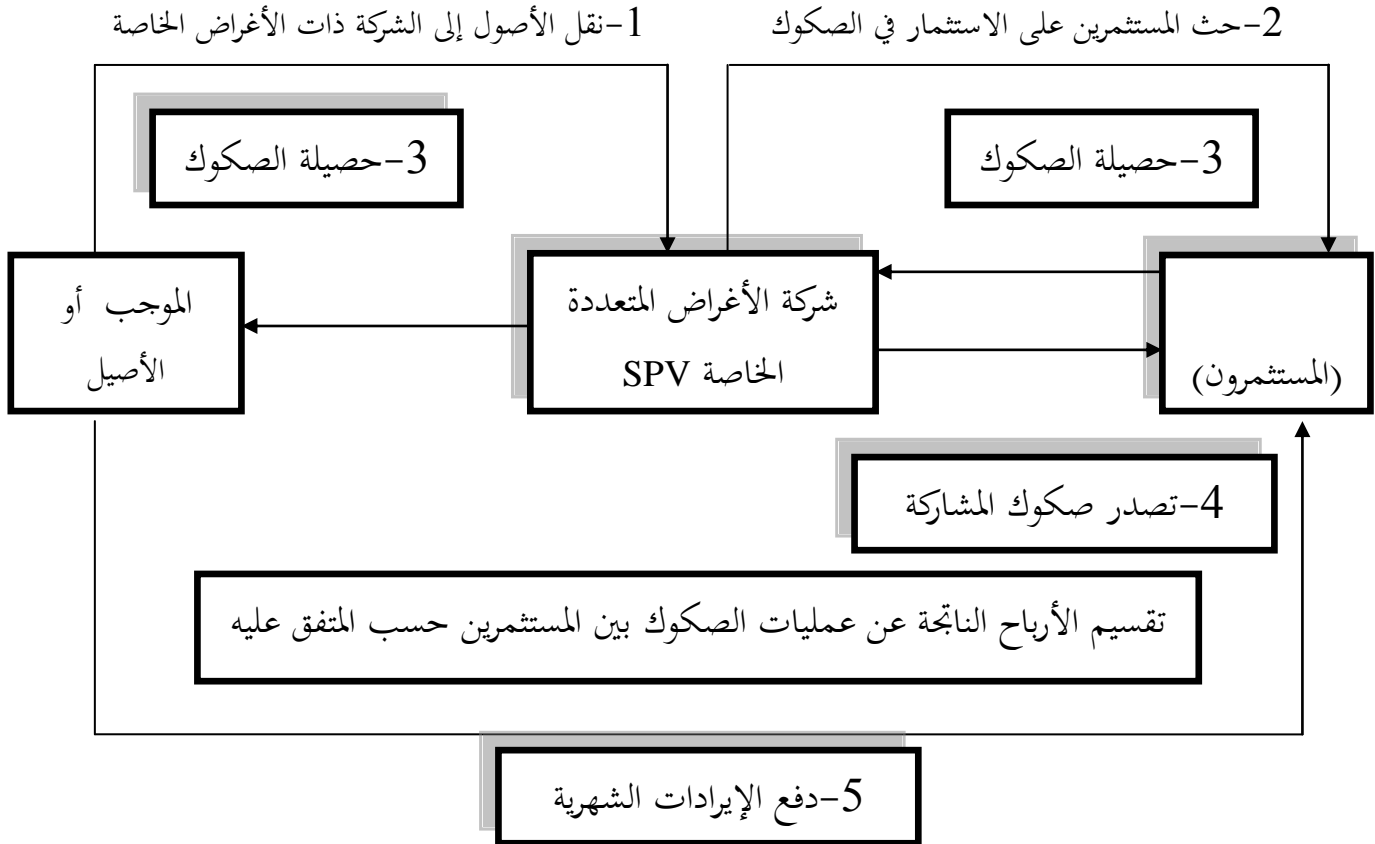
بعد انتهاء أجل العقد يقوم المصدر بإعادة شراء الصكوك المشاركة (أصول المشروع) (الوفاء بالوعد بالشراء).



المصدر: زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 107

كما يمكن توضيح كيفية تنظيم عملية صكوك المشاركة بين المستثمرين كما يلي:

الشكل رقم (10): نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة بين المستثمرين



المصدر: المرجع السابق، ص 108.

ثانيا: أنواع صكوك المشاركة

يمكن إصدار سندات المشاركة على عدة صور كما يلي:¹

- 1- الأسهم بجميع أنواعها طبقا للشروط المبينة سابقا (بمعنى أن تكون حلالا)
- 2- سندات (صكوك) المشاركة الدائمة: وهي تشبه كثيرا النظام السابق (نظام الأسهم) مع إمكانية دخول البنك بنسبة معينة في رأس مال المشروع وطرح الباقي على شكل سندات للاكتتاب، سواء أكانت الإدارة للبنك أو للمجموعة المشاركة أو لطرف ثالث.
- 3- صكوك المشاركة بفترة زمنية: وهي تختلف عن النوع السابق في أنها محددة بفترة زمنية متوسطة أو طويلة الأجل ويمكن أن تكون نهايتها على الشكل:²
- أ- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك وفق أقساط دورية ويصرف حاملها من الأرباح إن وجدت ما بقي له من الرصيد الذي لم يستحق بعد.

¹ - سليمان، ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟"، مرجع سابق، ص 12.

² - علام، عبد النور، مرجع سابق، ص 48.

ب- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتية بالتمليك إلى المصدر): وهنا في نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية مثلا عند قيام مشروع حفر منجم، ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم الآلات والتجهيزات المستعملة وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك في حين يمتلك هو هذه الآلات والتجهيزات.

الفرع الثالث: صكوك المزارعة وصكوك المساقاة وصكوك المغارسة

أولا: صكوك المزارعة

المزارعة: هي دفع أرض وحب لمن يزرعه ويقوم عليه أو دفع مزروع ليعمل عليه بجزء مشاع معلوم من المتحصل.¹

وصكوك المزارعة هي سندات تمثل ملكية مشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين ويكون ذلك بقيام الشركة (المصدرة للصكوك) معينة بشراء مجموعة من الأراضي من أجل استصلاحها، وتعاقد مع شركة زراعية تقوم بزراعتها وتحدد معها نسبة الأرباح وبالمقابل تقوم هذه الشركة (المصدرة للصكوك) بإصدار صكوك المزارعة وتطرحها للاكتتاب وبذلك تسترجع قيمة الأراضي وتجهيزاتها، ويستحق صاحب السند بذلك عائدا حسب غلة الأرض تزيد وتنقص حسب الموسم، وتبقى الشركة المصدرة للصكوك تتولى الإدارة والمراقبة وتأخذ بذلك نسبة من الأرباح متفق عليها.²

ثانيا: صكوك المساقاة

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة.³
ومن أحكام صكوك المساقاة ما يلي:⁴

- 1) أن يكون محل المساقاة معلوما معينا ويكون ذلك بأي وسيلة تحدد محل المساقاة.
- 2) أن يكون الخارج من الثمر مشتركا بين مالك الأشجار والجهة المتعهدة برعاية الأشجار وأن يكون نصيب كل منهما من الثمرة جزءا شائعا معلوما وذلك تحقيقا لمعنى المساقاة، وهو العمل لمصلحة الشجر لقاء جزء معلوم من الثمر.
- 3) أن يكون العمل مقصورا على الجهة المتعاقد معها بالمساقاة.

1 - أحمد بن محمد، الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، مرجع سابق، ص 341.

2 - سعيدة، حروفش، مرجع سابق، ص 76.

3 - عمري، صليحة وسعدان، آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، مداخلة مقدمة إلى المنتدى الدولي الثاني للصناعة

المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013، الجزائر، ص 06.

4 - هشام أحمد، عبد الحي، مرجع سابق، ص ص: 349-350.

- 4) على الجهة الراعية للأشجار القيام بجميع متطلبات الشجر من سقاية وتلقيح وتقليم وحفظ لأن ذلك من توابع المعقود عليه.
- 5) يصح توقيت المساقاة لأنها عقد لازم فأشبهت الإجارة على أن تكون المدة يثمر فيها الشجر غالباً، فلا تصح في مدة لا يثمر فيها الشجر لأن المقصود الاشتراك في الثمر.
- 6) يجوز للجهة المتعاقدة معها على المساقاة أن تسند القيام بمتطلبات المساقاة لجهة أخرى بشرك موافقة صاحب الشجر.
- 7) إذا قصرت أو تعدت الجهة المكلفة بالمساقاة حتى يبس الشجر فإنه يضمن.

ثالثاً: 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"¹.

هذه الصكوك يمكن أن يصدرها مالك مساحة من الأرض، حكومة أو شركة أو فرداً بقصد استخدام حصيلتها في تسوية الأرض وإعدادها لزراعة الأشجار واستنباط مصادر المياه وشبكات الري والصرف وشراء الشتلات ثم غرس هذه الأرض بأشجار الفاكهة على أساس عقد المغارسة الشرعية واقتسام المساحات المغروسة بينه وبين المكتتبين في صكوك المغارسة حسب الاتفاق.

ويعد المكتتبون في هذه الصكوك مغارسين يستحقون حصة في مساحة الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق.

وتحدد نشرة إصدار الصكوك مساحة الأرض وأوصافها ونوع الأشجار المطلوب غرسها، ومدة المغارسة بعد قفل باب الاكتتاب وبدء عملية الاستثمار في إعداد الأرض وغرس الأشجار حصة شائعة في موجودات المغارسة، وهي أعيان تتمثل في معدات التسوية وآلات الحفر وشبكات الري والصرف والشتلات نفسها، فالصك يمثل حصة في ملكية المشروع بكل عناصره.²

المطلب الثاني: الأوراق المالية (الصكوك) القائمة على عقود البيع

هذا النوع من الصكوك يقوم فيها العقد بين المصدر (جهة الإصدار) و(حاملي الصكوك) على عقد البيع.

الفرع الأول: صكوك السلم

أولاً: تعريفها

هي وثائق يصدرها البائع لبضاعة السلم، أو المؤسسة المالية التي تنوب عنه، لقبض ثمن السلم عند التعاقد من حصيلتها، ويكتتب فيها المشترون لبضاعة السلم بقصد بيع هذه البضاعة بعد قبضها بثمان أعلى وتوزيع الثمن

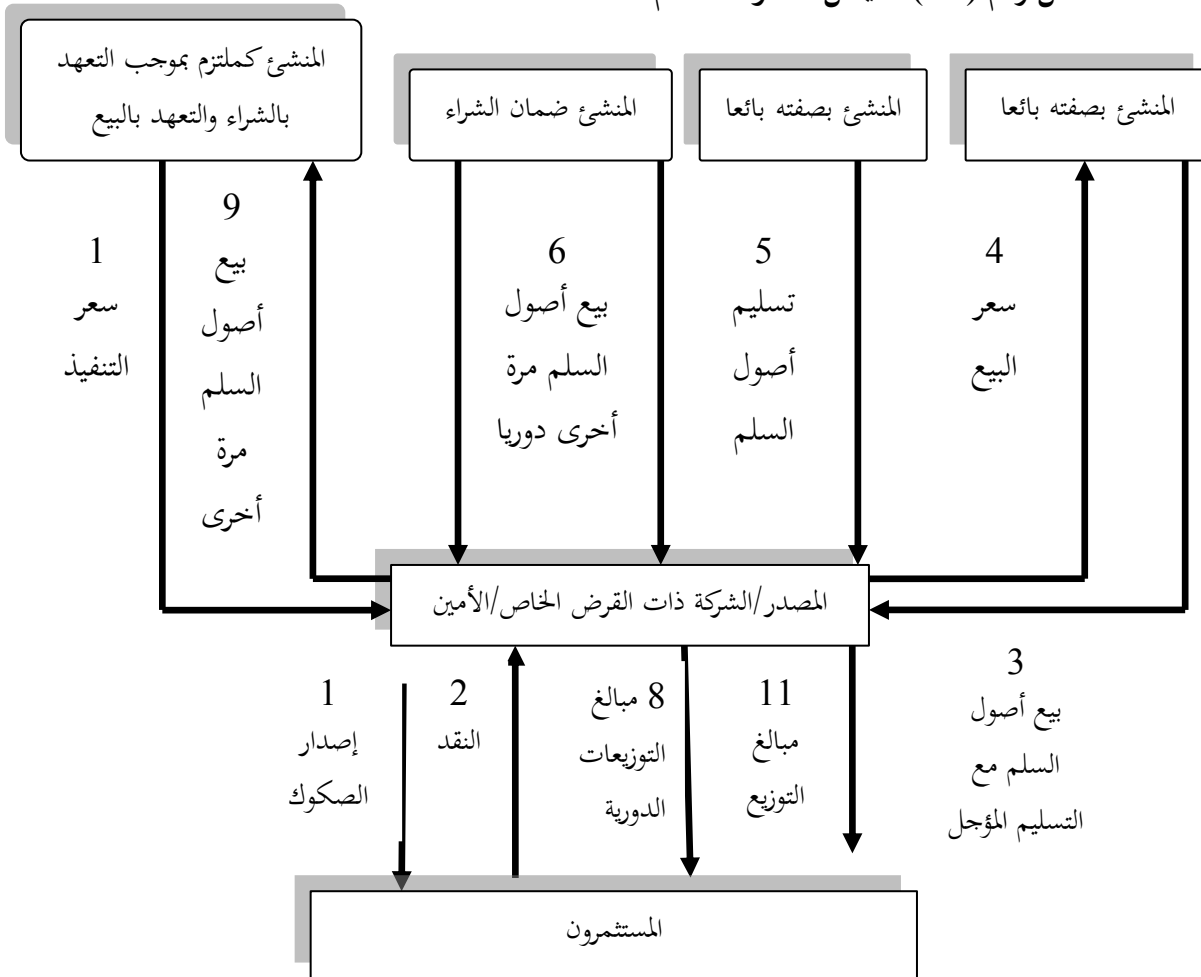
¹ - أسامة عبد الحليم، الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دون بلد نشر، 2009، ص96.

² - المرجع السابق، ص: 96-97.

بينهم، أو بيع بضاعة بسلم مواز من جنس وبنفس مواصفات بضاعة السلم قبل قبض بضاعة السلم بثمن أعلى وقبض الثمن من المشتري عند التعاقد وتوزيعه على مالكي صكوك السلم، ثم تسليمه بضاعة السلم بعد قبضها أو تحصيل بضاعة أخرى من السوق وتسليمها له، وتمثل صكوك السلم بعد قفل باب الاكتتاب، وتخصيص الصكوك حصة شائعة في بضاعة السلم وهي دين سلعي.¹

وقد اقترحها الدكتور سامي حمود بديلا لأذونات الخزينة التي تصدرها الدولة للتحكم في حجم السيولة أو لتغطية عجز مؤقت في موازنة الدولة، وأشار إلى إمكانية استعمال السلم في أي إنتاج قومي في العالم الإسلامي كالقمح أو البترول أو المطاط إلى غير ذلك من المعادن.² ويمكن توضيح هيكل صكوك السلم بالشكل التالي :

الشكل رقم (11): هيكل صكوك السلم



المصدر: عبد الله علي، عجبنا فضل، "محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998م-2011م"، بحث مقدم للحصول على درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، يونيو 2012، دون ترقيم.

¹ - أسامة عبد الحليم، الجورية، مرجع سابق، ص ص: 83-84.

² - سليمان، ناصر، "السوق المالية الإسلامية... كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟"، مرجع سابق، ص 15.

ويساعد صك السلم في تمويل الأنشطة التالية:¹

- 1) تمويل التجارة الخارجية: وذلك عن طريق شراء المواد الخام من المنتجين مباشرة أو من الدول سلماً وإعادة تسويقها عالمياً بأسعار مجزية.
- 2) تمويل الأصول الثابتة: حيث يمكن للمصرف الإسلامي المساعدة عن طريق السلم بتوفير الأصول الثابتة اللازمة لقيام المصانع أو إحلال المصانع القديمة القائمة، وتقديم هذه الأموال كرأس مال مقابل الحصول على جزء من منتجات هذه المصانع على دفعات طبقاً لآجال تسليم مناسبة.
- 3) تمويل المنتجين: حيث يمكن للمصرف تمويل الحرفيين وصغار المنتجين عن طريق تمويلهم بمستلزماتهم كرأس مال مسلم في مقابل الحصول على بعض المنتجات وإعادة تسويقها.

ثانياً: تداول صكوك السلم

نصت هيئة المعايير الشرعية على عدم جواز تداول صكوك السلم، والسبب في ذلك أن هذه الصكوك تمثل ديناً في ذمة البائع، وبيع الدين لا يجوز. وهذا يعني أن وظيفة صكوك السلم أصبحت محصورة في تسهيم ثمن سلعة السلم بهدف حشد التمويل اللازم لشرائها وتوثيق حقوق المشترين بوثائق السلم، أما ميزة التسييل فإنها تختلف في هذه الصكوك طالما لم يتحقق قبض سلعة السلم.

وما أخذت به هيئة المعايير الشرعية بشأن دين السلم هو رأي الجمهور من الحنفية والشافعية والحنابلة الذين قالوا بعدم جواز بيع سلعة السلم قبل قبضها، لقول النبي ﷺ: "لا يحل سلف وبيع، ولا شرطان في بيع، ولا ربح ما لم يضمن، ولا بيع ما ليس عندك"، وللنهي عن البيع قبل القبض، ودليلهم من المعقول أن السلم ثابت في الذمة، وداخل في ضمان البائع، ولا يدخل في ضمان المشتري حتى يقبضه ويستوفيه، فلو قام المشتري ببيع السلعة قبل قبضها (كمال هو حال التداول، يكون قد باع ما لم يضمن وقد نهي النبي ﷺ عن ذلك".²

الفرع الثاني: صكوك الاستصناع

أولاً: تعريفها

هي اتفاق بين طرفين حيث يقوم الطرف الأول بالتعاقد مع الطرف الثاني لاستصناع منتجات أو بناء مشاريع عمرانية (الجسور، طرق، إنشاء محطات كهربائية، تحلية مياه وغيرها) بحيث يسد الطرف الأول المبلغ المحدد في العقد وعادة ما يقوم الطرف الثاني بالتعاقد مع المصانع أو شركات المقاولات المختصة لتنفيذ المشروع حسب المواصفات المحددة من قبل الطرف الأول.³

¹ - سامي يوسف كمال، محمد، "الإفصاح المحاسبي عن الصكوك المالية الإسلامية وأثره على ترويجها"، مقترح بحث للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، قسم المحاسبة، دون بلد نشر، 2001، ص 69.

² - باسل، الشاعر، "القضايا المتعلقة بالصكوك في الأردن"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي، خلال الفترة 12-13/ تشرين الثاني/ 2013م، جامعة اليرموك، أربد الأردن، 2013، ص 06.

³ - محمد، البتاجي، "صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة"، ندوة "الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر"، جامعة الأزهر، يوم 14 مارس 2012، ص 14.

ثانيا: آليات وإجراءات إصدار صكوك الاستصناع

2-1- أطراف عملية إصدار صكوك الاستصناع

غالبا ما نجد أربعة أطراف في عملية إصدار صكوك الاستصناع هي:¹

- 1) المستفيد من إصدار الصكوك: مصرف، مؤسسة مالية، الحكومة... الخ.
- 2) الجهة المصدرة للصكوك: وهي جهة ذات غرض خاص، وهو أشبه بصندوق مضاربة ذي هدف محدد.
- 3) المستثمرون (المكتتبون في الصكوك).
- 4) الصانع (المقاول).

2-2- آلية إصدار صكوك الاستصناع:

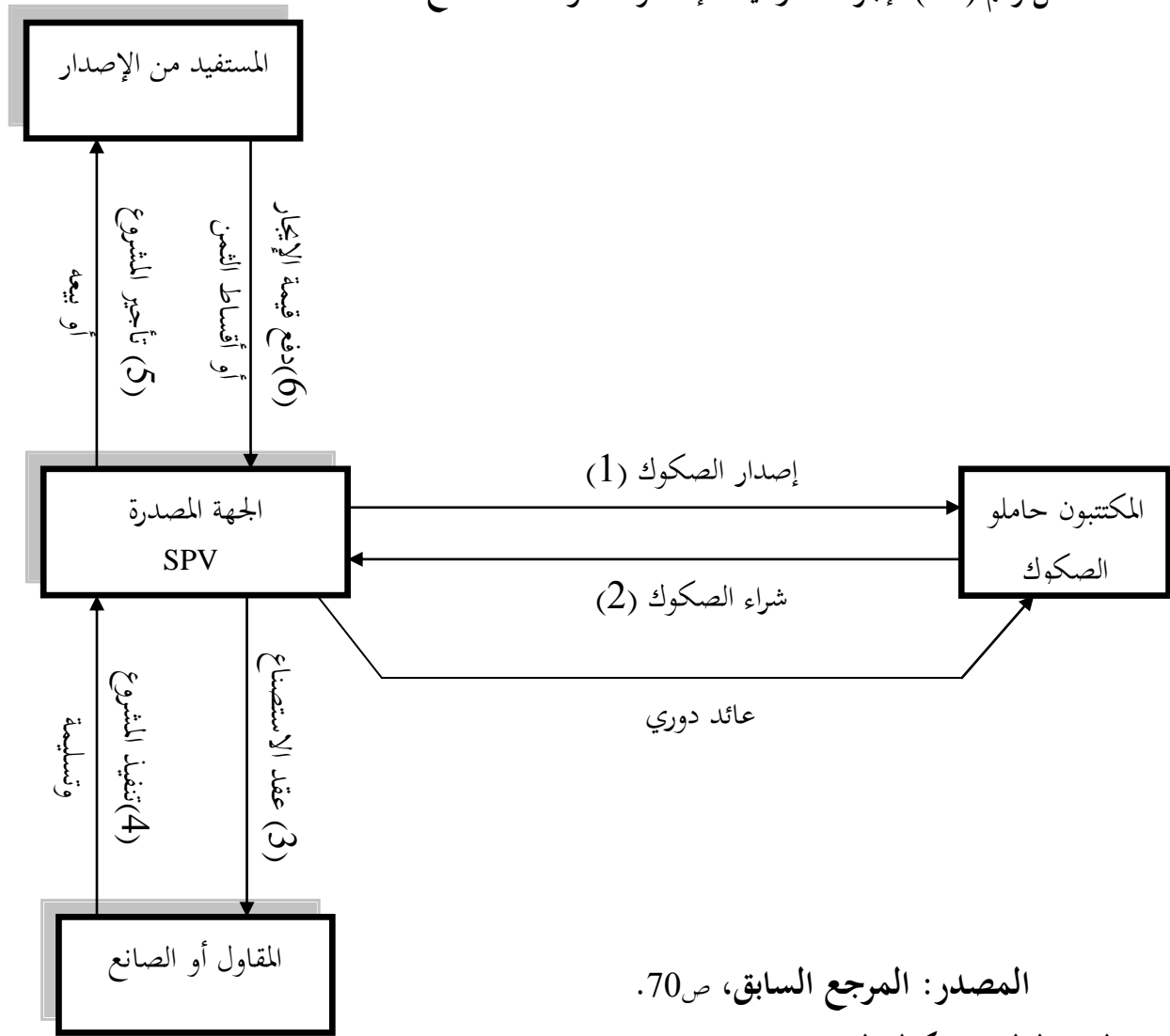
تتم عملية إصدار الصكوك وفق الآليات التالية:²

- 1) تقوم الهيئة المستفيدة من الإصدار بدراسة المشروع الذي ترغب في تنفيذه من جميع الجوانب (دراسة جدوى كاملة).
 - 2) يقوم المستفيد بإنشاء صندوق ذي غرض خاص (Special purpose vehicle) يتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة يتولى الإشراف على جميع العمليات المتعلقة به:
 - إصدار الصكوك والترويج لها.
 - بيع الصكوك وتحصيل ثمنها.
 - القيام بالتعاقد مع المقاولين لإنجاز المشروع... الخ.
 - 3) عند الانتهاء من إنجاز المشروع يتم بيع الأصل للمستفيد، أو تأجيره له إجارة منتهية بالتملك يحقق لأصحاب الصكوك عائدا دوريا مناسباً إلى حين انتهاء العقد.
- ويمكن توضيح إجراءات وآليات إصدار صكوك الاستصناع بالشكل الموالي.

¹ - أحمد، بلخير، "عقد الاستصناع وتطبيقاته المعاصرة: دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2007-2008، ص 69.

² - المرجع السابق، ص: 69-70.

الشكل رقم (12): إجراءات وآليات إصدار صكوك الاستصناع



المصدر: المرجع السابق، ص70.

الفرع الثالث: صكوك المرابحة

أولاً: تعريفها

تعتبر المرابحة إحدى صيغ التوظيف التي تستأثر بجانب رئيسي من التمويل، الذي تقدمه المصارف الإسلامية، والمرابحة من أقدم صيغ التمويل في المصارف الإسلامية فكان طرح هذه الصيغة في عام 1976، يقوم أصل هذه المسألة على الواقع الذي نعيشه وذلك من ناحية الرغبة في الحصول على بعض الاحتياجات قبل توفير الثمن المطلوب.¹

وقد تم اقتراح فكرة (سندات المرابحة) من قبل الدكتور سامي حمود وكان ذلك في ندوة البركة الثانية بتونس سنة 1984م، وذلك بإنشاء شركة مساهمة إسلامية تمارس أعمال الإصدار المختلفة في صناديق المرابحة والإيجار والسلم على أن يكون الإصدار الأول لصندوق المرابحة.²

¹ - سامي يوسف كمال، محمد، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة-المخرج، (دار الفكر العربي، مصر، 2010)، ص146.
² - سليمان، ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية (مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية)، مرجع سابق ص362.

وتعرف **صكوك المراجعة** بأنها:

صكوك متساوية القيمة تصدر لغرض تمويل سلعة مراجعة، بحيث تصبح هذه الأخيرة مملوكة لحامل الصكوك، وتعتبر عملية استصدار صكوك مراجعة ممكنا فقط في حالة السوق الأولي، وبالذات في حالة كبر قيمة الأصل والمشروع محل المراجعة بينما تداولها في السوق الثانوي يعتبر مخالفا للشريعة لأن بيع المراجعة قد يكون مؤجلا وبالتالي فإنه يعتبر ديناً، وبيع الدين لا يجيزه الفقهاء، ولكن توجد بعض الآراء التي تجيز تداول صكوك المراجعة ولكن ضمن وعاء غالبيتته من الأصول الأخرى كتعاقدات الإجارة أو المشاركة أو المضاربة.¹

ثانياً: الضوابط الخاصة لصكوك المراجعة

إن الهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة-بصفتها مدير إصدار- نيابة عن حملة الصكوك، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك بضاعة المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة، وتصدر هذه الصكوك لشراء سفن وطائرات وإنشاء محطات توليد طاقة مما لا ترغب المؤسسة المالية في تمويله من مواردها العادية.²

وصكوك المراجعة تكون محكومة بالضوابط الخاصة التالية:³

- 1) المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكاتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة بمجرد شراء شركة الصكوك لهذه السلعة مراجعة، وهم بذلك يستحقون ثمن بيعها.
- 2) تكون بضاعة المراجعة في ملك وحيازة مدير الإصدار، بصفته وكيلاً عن حملة الصكوك من تاريخ شرائها وقبضها من بائعها الأول وحتى تاريخ تسليمها لمشتريها مراجعة، فيمثل الصك في هذه المرحلة حصة في هذه البضاعة، ثم يمثل حصة في ثمنها، وهو دين نقدي في ذمة المشتري مراجعة بعد قبض المشتري للبضاعة وحتى تاريخ سداده للثمن وتصفية المعاملة وتوزيع عائداتها على حملة الصكوك الممولة له، ويجوز توزيع حصة من الربح على مالكي الصكوك عند قبض كل قسط منها.
- 3) يكون ربح حملة الصكوك هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المراجعة ودفع مصروفاتها نقداً وثنم بيعها للمشتري مراجعة على أقساط مؤجلة.
- 4) يجوز تداول صكوك المراجعة بعد قفل باب الاكتتاب وشراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لقيود التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري وحتى قبض الثمن المؤجل وتصفية العملية.

¹ - عمري، صليحة وسعدن، آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، مرجع سابق، ص: 06-07.

² - فؤاد محمد أحمد، محسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص: 35.

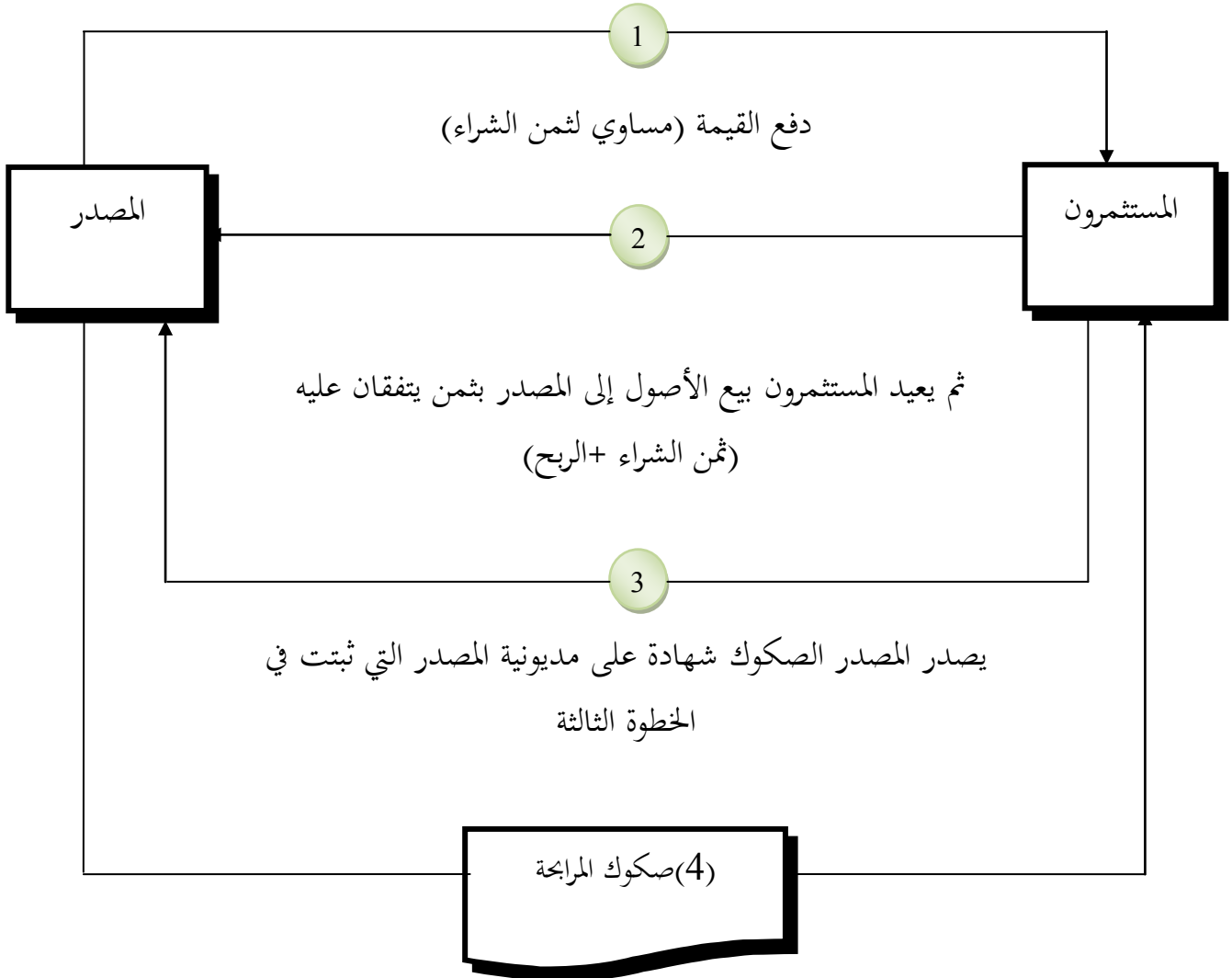
³ - المرجع السابق، ص: 35-36.

5) تراعى ضوابط عقد الصرف قبل توظيف حصيلة بيع الصكوك، وضوابط التصرف في الديون بعد التصفية التي يتخلف عنها ديون في ذمة الغير.

6) لا يجوز تداول صكوك المراجعة بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري لأنها تمثل ديناً عندئذ. ويمكن توضيح عملية تنظيم صكوك المراجعة بالشكل التالي:

الشكل رقم (13): تنظيم عملية صكوك المراجعة

بيع الأصول للمستثمرين بثمن البيع نقداً



المصدر: زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 117.

الفرع الرابع: صكوك البترول

هي صكوك تقوم على بيع السلم المعروف. فهي تمثل كمية محددة من البترول تباعه الدولة لحامل الصك ويستحق تسليمه في أجل محدد، وتدفع قيمة السند عند بيعه.¹

مثلا تطرح الدولة في شهر أوت بيع كمية من النفط التي ستقوم باستخراجها من الآبار في آخر شهر ديسمبر مثلا، وتقوم البنوك والمؤسسات المالية بشراء تلك الصكوك النفطية بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا، ولا شك أن هذا السعر يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية المتوقعة عند التسليم مع هامش ربح متوقع لصاحب الصك.²

وتجدر الإشارة إلى أن صكوك البترول قد تعترضها عقبة عملية عندما تكون الأسعار مضطربة بحيث يصعب التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار عند الاستحقاق، ويصعب التغلب على هذه العقبة لأن ذلك يتطلب التعاقد على بيع دين السلم قبل قبضه. وهو أمر يخالف الرأي السائد بين الفقهاء قديما وما اعتمده مؤتمراتهم ومجامعهم المعاصرة حديثا، وبخاصة أن الأخذ بالرأي الذي يبيح التعاقد على دين السلم قبل قبضه -على الرغم من صعوبة إيجاد مستند فقهي له- يصطدم بصعوبة أخرى، وهي أن السند قد يصبح صوريا فقط، يمثل نقدا حالا بنقد مؤجل أكثر منه بيع سلم، مع استعمال كلمة بترول في الصك دون وجود حقيقة البيع.³

المطلب الثالث: الأوراق المالية القائمة على عقود الإجارة (صكوك الإجارة)

الفرع الأول: مفهوم صكوك الإجارة وخصائصها

أولا: مفهوم صكوك الإجارة

عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: "سندات ذات قيمة متساوية تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل".⁴

والغرض من صكوك الإجارة تحويل الأعيان والمنافع التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية (صكوك) يمكن أن تجري عليها عمليات التبادل في سوق ثانوية، حيث يستطيع مالك الصك بيعها لأي مشتر بالثمن الذي يتفقان عليه سواء كان مساويا أم أقل أم أكثر من الثمن الذي اشترى به وذلك نظرا لخضوع أثمان الأعيان لعوامل السوق (العرض والطلب).⁵

¹ - منذر، قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية-دراسة حالة ميزانية الكويت، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 39، 1417هـ)، ص48.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص134.

³ - منذر، قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية-دراسة حالة ميزانية الكويت، مرجع سابق، ص49.

⁴ - مكرم محمد صلاح الدين، مبيض، "الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك وفق المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 بالمقارنة مع المعيار المحاسبي الدولي رقم 17" دراسة تطبيقية في المصارف الإسلامية"، رسالة قدمت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، دون بلد نشر، 2010 ص44.

⁵ - المرجع السابق، ص44.

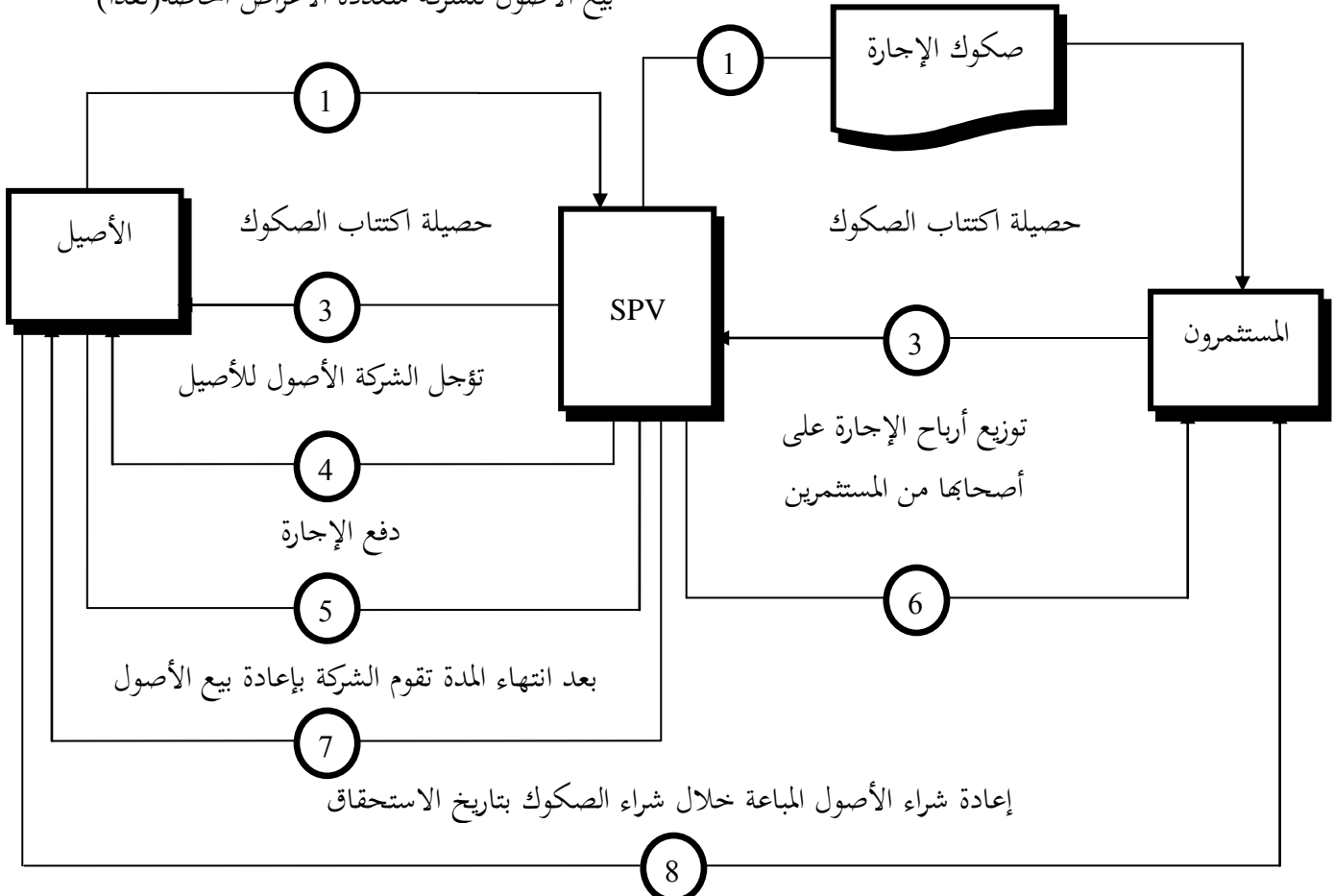
كما أن صكوك الإجارة تمثل أصولاً مؤجرة بدون ربط حملة الصكوك في الواقع بأي من الشركات أو المؤسسات. فعلى سبيل المثال، إن طائرة مؤجرة لإحدى الخطوط الجوية يمكن أن تمثل في صكوك وأن تمتلك من قبل آلاف من حملة الصكوك المختلفين، يقوم كل واحد فيهم بصورة فردية ومستقلة، يقبض الأجرة الدورية الخاصة بهم من شركة خطوط الطيران بدون أن يرتبطوا بحملة الصكوك الآخرين. فهم، بعبارة أخرى، ليسوا ملاكاً لحصة في الشركة التي تملك الخط الجوي المؤجر، ولكن يمثل الواحد فيهم ببساطة مالكا لواحد في الألف من الطائرة نفسها. يتلقى حملة الصكوك دخلاً ثابتاً يمتاز بأنه أكثر تحبباً للمخاطر من صكوك المديونية المألوفة، وذلك بسبب طبيعة تدفقاتها النقدية الإيجارية التي تمتاز بكونها ثابتة ومحددة مسبقاً.¹

ويمكن توضيح تنظيم عملية صكوك الإجارة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14): نموذج تنظيم عملية صكوك الإجارة

تصدر الشركة الصكوك للمستثمرين التي تمثل ملكية منفعة الأصول

بيع الأصول للشركة متعددة الأغراض الخاصة (نقداً)



المصدر: زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 113.

¹ - محمد هاشم، كمال، "تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 22، ع 1، 2009، ص ص: 41-77.

ثانيا: خصائص صكوك الإجارة

- لصكوك الإجارة العديد من المزايا التي تجعلها أساسا مهما في السوق التمويلية الإسلامية:¹
- 1) تتمتع بكثير من خصائص الأوراق المالية مثل وجود قيمة اسمية متساوية، عدم قابليتها للتجزئة، قابلية للتداول في الأسواق المالية.
 - 2) ورقة مالية تخضع لأحكام الإجارة في الفقه الإسلامي.
 - 3) المرونة والسعة: إذ يحق للمؤجر إصدارها كما أنه حق للمستأجر ويمكن لجهة ثالثة إصدارها بإذن المؤجر والمستأجر مقابل عائد، كما أنها تتمتع بمرونة كبيرة سواء من حيث المشروعات التي يمكن تمويلها بها، أم من حيث الجهات المستفيدة من التمويل، أم من حيث الوساطة المالية المتضمنة بها، أم من حيث التنوع في الخيارات المتعددة التي تتاح لطالب التمويل، أم من حيث أنواع الأملاك والمشروعات التي يمكن تمويلها.
 - 4) خضوعها لعوامل السوق: بناء على كون صكوك الإجارة تمثل حصة من أعيان مؤجرة، أو منفعة أو خدمة عين معينة أو موصوفة في الذمة، فإن هذه الأعيان أو المنافع خاضعة لعوامل السوق من زيادة العرض أو الطلب، وهو ما يجعل تقويم أثمانها يختلف من آن لآخر، ومن ثم تزيد قيمتها بارتفاع ثمن ما تمثله من منافع أو أعيان وتنخفض بانخفاضها.

الفرع الثاني: أنواع صكوك الإجارة

يمكن تقسيم صكوك الإجارة إلى أقسام ثلاثة: صكوك ملكية الأعيان المؤجرة، صكوك ملكية المنافع صكوك ملكية الخدمات.²

أولا: صكوك ملكية الأعيان المؤجرة

وهي تقوم في صورتها المبسطة على وجود عقار (مثلا) مملوك لشخص، يحمل سنداً يمثل ملكيته للعقار وهو مؤجر لطرف آخر بأجرة محددة إلى أجل معلوم، تستوفى بصورة دورية، بحسب ما اتفقنا عليه في غرة كل شهر مثلا... .

فصك الإجارة هاهنا هو عبارة عن ذلك السند (الوثيقة) الذي يمثل ملكية العين المؤجرة. ومن الممكن أن يصدر ذلك السند عن إدارة حكومية معينة، وهي إدارة السجل العقاري، أو عن المستأجر الذي يحوز العقار ويستوفي منفعه أو عن مالك العقار نفسه، وهو يتضمن وصفا لذات العقار، واسم مالكه، وبيانا لشروط إجارته

¹ - عبد الله علي عجبنا، فضل، مرجع سابق، دون ترقيم.

² - سعيد محمد، بوهراوة، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة"، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دون بلد نشر، 1433هـ، ص06.

مع اسم المستأجر، وسائر المعلومات الإجرائية اللازمة¹ أي أن صك إجارة الأعيان المؤجرة لا يمثل مبلغاً معيناً من المال ولا هو دين على جهة معينة.²

ثانياً: صكوك ملكية المنافع

وهي تمثل ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة مستأجرة بموجب عقد إجارة تسلم كحامل السند في الميعاد المضروب لاستيفاء منفعه المملوكة له، وهي تشبه السابقة إلا أن المملوك هنا هو المنفعة، كمنفعة عقار مستأجر والمملوك في النوع السابق خدمة، وهنا يملك حامل السند استيفاء هذه المنافع في وقت محدد في المستقبل وينتفع بائع السند بقيمته مقابل تسليم العقار لحامل السند في المستقبل لاستيفاء منفعه ويستطيع مالك السند بيعه لطرف آخر فيكون بذلك مؤجراً لما استأجر.³

ومن صورته أن تبيع الدولة مثلاً صكوك منفعة (المنفعة تتمثل في الإيجار) إذ يستأجر حملة هذه الصكوك منازلًا لمدة عشرين (20) سنة مثلاً، وتدفع قيمة الصكوك بقيمة إيجار المباني لعشرين سنة، ثم تقوم الدولة بإيجار تلك المنازل وكالة عن حملة الصكوك ويقوم المستأجر النهائي بدفع أجرة شهرية، هذه الأجرة تعطى لأصحاب الصكوك وفقاً لما جرى الاتفاق عليه بينهم وبين الدولة.⁴

ويمكن أن نلاحظ على هذا النوع ما يلي:⁵

- 1) المصدر لهذه السندات هو البائع لمنفعة الأصل الموجود، والمكتتبون فيها مشتركون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة، ويملك حملة السندات تلك المنافع على الشيوع بغنمها وغرمها.
- 2) يتحدد أجل السندات بمدة الإجارة الأصلية، ذلك أن الأصل المؤجر لا يجوز إعادة تأجيله لمدة تزيد عن مدة الإجارة الأولى.

وتنقسم صكوك ملكية المنافع إلى نوعين هما:

2-1- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة:

وهي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة (مستأجر) بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة أجرتها أو استيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك. وهذا النوع من السندات يختلف عن سندات الموجودات المؤجرة في أن الشخص المؤجر لا يملك الأصل المستأجر ولكنه قام باستئجاره بأجرة معينة والتزم بإعادة تأجيله لجهة ثالثة ومن ثم يكون ربحه هو الفرق بين

1 - نزيه، حماد، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، (دار القلم، دمشق، 2007)، ص 322-323.

2 - محمد يوسف عارف الحاج، محمد، "عقد الإجارة المنتهية بالتملك من التطبيقات المعاصرة لعقد الإجارة في الفقه الإسلامي"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الفقه والتشريع، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس-فلسطين، 2004، ص 159.

3 - سعيده، حروفوش، مرجع سابق، ص 80.

4 - بن الضيف، محمد عدنان، ربيع المسعود، مرجع سابق، ص 15.

5 - فؤاد محمد أحمد، محسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مرجع سابق، ص 32.

القيمتين مخصوصا منه المصروفات، ثم يقوم بالبحث عن شراء آخرين يوزع عليهم رأس مال المشاركة (في شكل سندات متساوية القيمة) وبالتالي يكون السند المعين أداة مالية متزايدة القيمة.

والمصدر لتلك الصكوك بائع لمنفعة العين الموجودة والمكتتبون فيها مشترون لها، وحصيلة الاكتتاب هي ثمن تلك المنفعة ويملك حملة الصكوك تلك المنافع على الشيوع بغنمها و1.

2-2- صكوك ملكية منافع الأعيان الموصوفة في الذمة:

وهذا يتحقق عندما يصدر البنك (أو نحوه) صكوكا (متساوية القيمة) خاصة بمنافع العين الموصوفة في الذمة، بأن يذكر في نشرة الإصدار أنه يبيع منفعة عقار موصوف في الذمة سيني، أو يشري خلال فترة زمنية محددة، أي يعرف به عن طريق المواصفات التي تحدد معالمه وتاريخ البناء، أو الشراء، أو بيع منفعة مصنع موصوف في الذمة يكون خاصا بإنتاج الحديد، أو الإسمنت أو نحو ذلك يبنى أو يشتري خلال فترة محددة.

وحينئذ تطرح هذه الصكوك التي فيها جميع المواصفات التي توضح الأعيان الموصوفة في الذمة، وتكون نشرة الإصدار فيها بمثابة الإيجاب، واكتتاب الناس فيها بدفع المبالغ المتخصصة لها قبول لها، فالمصدر بائع للمنفعة الموصوفة في الذمة، والمكتتبون مشترون لها، وهم بعد ذلك أصبحوا مشاركين شركة الملك على الشيوع في منافع تلك الأعيان الموصوفة في الذمة بغنمها و2.

وفي هذه الصورة يحتاج المؤجر إلى فترة زمنية معينة حتى يتمكن خلالها من توفير ما تم الاتفاق عليه، ولا يجوز تداول هذه الصكوك إلا بعد تحويل قيمة الصكوك إلى أعيان معينة لأنها مازالت تمثل نقودا فتنتطبق قواعد الصرف في الشريعة الإسلامية، أي مثل 3.

ثالثا: صكوك ملكية الخدمات

يمكن تعريف صكوك ملكية الخدمات بأنها وثائق ذات قيمة متساوية عند إصدارها ولا تقبل التجزئة وتمثل حصصا في ملكية خدمة-عمل- من جهة معينة أو موصوفة في الذمة.4

ويمكن أن نلاحظ على هذا النوع ما يلي:5

1) صكوك ملكية الخدمات هي سندات متساوية القيمة تمثل عددا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل السند في وقت مستقبلي محدد.

1 - عبد الله علي، عجبنا فضل، مرجع سابق، دون ترقيم.

2 - أسامة عبد الحليم، الجورية، مرجع سابق، ص73.

3 - محمد مبارك، البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية)، (دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2010)، ص35.

4 - عبد الله علي، عجبنا فضل، مرجع سابق، دون ترقيم.

5 - فؤاد محمد أحمد، محسن، مرجع سابق، ص ص: 32-33.

- (2) إن المال الذي يمثله السند قابل للبيع والتداول بسعر سوقي، لأنه مال مملوك لحامل السند، وهو متقوم في السوق بحسب عوامل العرض والطلب، فإذا ارتفعت القيمة السوقية لهذه الخدمات ترتفع قيمة السندات وتبسط قيمتها إذا انخفضت القيمة السوقية للأصول والمنافع التي تمثلها.
- (3) لا نرى مانعا من بيع (إعادة تأجير) خدمات الإنسان التيملكها البائع (المؤجر) بعقد إجارة خدمات أعلى، ولا فرق في ذلك بين منافع الأعيان ومنافع الإنسان، ولا بين الإجارة الواردة على الأعيان والإجارة الواردة على عمل الإنسان.
- (4) يستحق حملة السندات الأجر في الإجارة الثانية ويتمثل ربح حملة السندات في الفرق بين الأجرتين.
- (5) تتحدد مدة إعادة الإجارة في كل أنواع سندات الإجارة السابقة بحسب مدة الإجارة الأولى.
- وتنقسم صكوك ملكية الخدمات إلى نوعين هما:

3-1- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين:

في هذه الصورة من صور صكوك الإجارة يكون المعقود عليه عمل من الأعمال. فقد تحتاج جهة ما إلى صيانة لمبانيها أو لأجهزتها وتكون هذه الصيانة باهضة الثمن، إلى جانب أن مدة العمل طويلة نوعا ما، فتلجأ تلك الجهة إلى الشركات المختصة والقادرة على القيام بذلك فتتعاقد معها على إجارة عمالها للقيام بالمهمة مقابل أجر يتفق عليه الطرفان.

وقد يكون المعقود عليه هنا خدمة معينة قائمة، بحيث تقوم على سبيل المثال جامعة خاصة بنفسها أو من خلال وسيط مالي بإصدار صكوك متساوية القيمة بغرض تقديم خدمة التعليم الجامعي للحصول على الشهادة الجامعية لمدة محددة وتذكر تفصيلات هذه الخدمة في نشرة الاكتتاب، ثم تعرض هذه الصكوك على الجمهور فيشترونها ويصبحوا بذلك مالكين للخدمة ثم يتم بيعها للراغبين في الحصول على تلك الخدمة (التعليم الجامعي مثلا). فمالك الخدمة هنا (الجامعة الخاصة) هي المؤجر والمكاتب هو المستأجر، وقيام الجهة المشرفة على إصدار تلك الصكوك وترتيب العملية وغيرها من العمليات يجعلها وكيلة عن المكتتبين وعن صاحب الخدمة.¹

3-2- صكوك ملكية الخدمات من طرف موصوف في الذمة:

صكوك منافع الأعمال أو الخدمات الموصوفة في الذمة عن سابقتها بأن الأعمال هنا لا تكون موجودة عند التعاقد، ويمكن التمثيل لهذه الصورة في حاجة قطاع خاص أو عام (مؤجر) إلى صيانة مستقبلية ودورية لمبانيه أو أجهزته فيتعاقد مع شركة (مستأجرة) لتقديم الخدمات مقابل أجور محددة بصفة دورية، فمن حق الشركة (المستأجرة) تحويل العقد إلى وثائق (صكوك) بمخصص متساوية شائعة ثم بيعها للشركات الراغبة في تقديم الخدمات الموصوفة وفق الأسس التي تم الاتفاق عليها بينها وبين الجهة المؤجرة.

¹ - محمد مبارك، البصمان، مرجع سابق، ص ص: 38-39.

والحال كذلك فيما يتعلق بالخدمات لتقديم خدمة التعليم الجامعي أو تقديم خدمات مختلفة مع مراعاة عدم جواز تداول هذه الصكوك بيعا وشراء بقيمة تختلف عن القيمة الاسمية إلا بعد تحويل الخدمة أو العمل إلى حقيقة وواقع لأنها قبل ذلك تمثل نقودا فينطبق عليها قواعد الصرف، أي مثل بمثل أو بيع الديون.¹

¹ - المرجع السابق، ص ص: 39-40.

المبحث الخامس: الأهمية الاقتصادية للصكوك الإسلامية

تلعب الصكوك الإسلامية دورا بارزا على مستوى الاقتصاد لما تتمتع به من خصائص تجعل منها وسيلة لتنشيط مختلف الاقتصاديات في الدول المختلفة، على غرار كونها وسيلة تستعمل في تنفيذ السياسات المالية والنقدية ومعالجة مشكلة البطالة... إضافة إلى ذلك تلعب دورا بارزا في تمويل التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: أهمية الصكوك الإسلامية على مستوى السياسات المالية النقدية

الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والسياسات المالية

السياسة المالية يقصد بها استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج القومي، العمالة، الادخار، الاستثمار، وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوب فيها على كل من الدخل والناتج القومي ومستوى العمالة وغيرها من المتغيرات الاقتصادية.¹

وفي هذا الإطار تقدم الصكوك الإسلامية نفسها للجهات الرسمية كأداة طيعة للمساعدة في ترشيد الإنفاق الحكومي، من خلال اتباع الخطوات التالية:²

(1) قصر استخدام الإيرادات الضريبية وغيرها من الإيرادات السيادية على تمويل الأنشطة غير المدرة للدخل مثل الدفاع والأمن وتنظيم وإدارة المرافق والخدمات العامة.

(2) تمويل الخدمات العامة ذات الأولوية الخاصة بالتعليم والصحة تمويلًا مختلطًا يجمع بين تحصيل الرسوم من قبل المستخدمين، وفقا للقدرة على الدفع، وتقديم الخدمة أو السلعة مجانًا لغير القادرين.

(3) أن تقوم مؤسسات القطاع العام وغيرها من المؤسسات التي تنتج سلعا ذات أهمية اجتماعية، بإصدار صكوك لجمع الأموال واستخدامها في تمويل احتياجاتها من رأس المال العامل، أو توسيع نطاق نشاطها. وتتيح هذه الصكوك لحملتها المشاركة في أرباح شركات القطاع العام، كما تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداول الصكوك في سوق ثانوية.

(4) تمويل المشروعات الكبرى في مجالات البنية الأساسية كالطاقة والاتصال والمواصلات، عن طريق إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها لتأسيس الشركات التي تقوم بتنفيذ تلك المشروعات.

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية والسياسات النقدية

تعرف السياسة النقدية بأنها: تشمل مجموعة الإجراءات المستعملة من قبل البنك المركزي للتأثير على المعروض النقدي من أجل تحقيق أهداف السياسة العامة.³

¹ - محمود حسين، الوادي وركريا أحمد، عزام، المالية العامة والنظام المالي في الإسلام، (دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2000) ص182.

² - معبد علي، الجارحي وعبد العظيم جلال، أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، مرجع السابق، ص: 44-45.

³ - Patat Jean pierre, Monnaie, Institution financières et politique monétaire, (Economica, paris, 1987), 4^{eme} édition, p 277.

وتلعب السياسة النقدية دورا هاما في الاقتصاد الوطني بحيث ينتقل أثرها إلى النشاط الاقتصادي عن طريق الأدوات والأساليب المستخدمة لتوجيهه والتأثير في مساره بشكل يساعد على تحقيق أهداف المجتمع، وتزداد هذه الأهمية وضوحا خاصة في البلاد النامية إذ ينتقل تأثير السياسة النقدية بصورة مباشرة إلى المتغيرات الحقيقية بحيث يأخذ المسار التالي:

سياسة نقدية ← مكونات الطلب الداخلي ← أسواق الأصول الحقيقية.

فضعف الأسواق النقدية والمالية يجعل الآثار المترتبة على كمية النقود لا تنتقل إلى الأصول المالية (البدائل النقدية) ولكنها تنتقل مباشرة إلى سوق الأصول الحقيقية، ولذلك يمكن القول بأن "دور السياسة النقدية في التأثير على مستوى النشاط الاقتصادي يبدو أنه أكثر أهمية في البلاد النامية منها في المتقدمة" وأنها تلعب دورا حيويا خاصة في أوقات التضخم.¹

ولقد تمكن عدد من الباحثين والمؤسسات المصرفية بفضل من الله خلال السنوات القليلة الماضية من استحداث عدد من الصكوك كان من ضمن أغراضها الاستخدام كبداية للسندات الحكومية الربوية المتعامل بها في الأسواق النقدية كأدوات للتحكم في حجم المعروض النقدي. ومن أمثلة هذه الصكوك: صكوك المضاربة وأسهم المشاركة في شركات استثمارية وصكوك للمشاركة في عمليات إجارة على أصول عينية متنوعة، حيث تختلف الأنشطة الصادرة على قوتها حسب القطاع الاقتصادي (صناعي، زراعي، خدمي)، وحسب نوع السلعة (نمائية، وسيطة، مواد خام)، وقد أخذ في الاعتبار عند تصميم هذه الصكوك توافرها مع قواعد الشريعة الإسلامية الغراء.²

وتحتاج السلطات النقدية في كل دولة إلى وسيلة لتحقيق عدة أغراض، منها:³

- (1) سهولة انتقال الأموال فيما بين البنوك.
- (2) سهولة التحكم في معدلات التوسع النقدي.
- ولتحقيق كلا الغرضين، يمكن تصميم نوع من الأدوات المالية مختلفة الأجل على نفس الأسس التي تصمم عليها الصكوك، يمكن أن نسميها الصكوك المركزية، تتمتع بالخصائص التالية:
- (1) يصدرها البنك المركزي في الدولة.
- (2) تباع للجمهور ولبنوك.
- (3) توضع حصيلتها كودائع استثمارية لدى البنوك الإسلامية (على أساس المضاربة أو القراض)، على النحو التالي:

¹ - صالح، صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، (دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006)، ص ص: 466-467.

² - حسين كامل، فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، (المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1427هـ-2006م)، بحث رقم 63، ص 43.

³ - معبد علي، الجارحي وعبد العظيم جلال، أبو زيد، "أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها"، مرجع سابق، ص ص: 43-44.

- أ) ودائع ادخارية يمكن السحب منها والإضافة إليها في أي وقت.
- ب) ودائع استثمارية مطلقة بأجال تتراوح بين شهر ومضاعفاته.
- ج) ودائع استثمارية مقيدة في محافظ خاصة، يمكن السحب منها والإضافة إليها في مواعيد محددة (مرة كل شهر مثلا).
- 4) نظرا لأن حصيلة صكوك القراض المركزية سوف تستثمر في أنشطة عينية، فإنها تمثل حصصا في ملكية موجودات يغلب عليها أن تكون أعيانا، وبذلك يحل تملكها وتداولها.
- 5) يؤسس البنك المركزي هيئة خاصة مستقلة كممثل مصالح حملة الصكوك، ويقوم بإدارتها ممثلون عن كبار حملة الصكوك.
- 6) تقوم الهيئة الخاصة بما يلي:
- أ) بيع الصكوك وتوزيع حصيلتها على البنوك الإسلامية.
- ب) تحصيل الأرباح عند توزيعها، ومن ثم سددها لملاك الصكوك بالتناسب مع فترات حيازة كل مالك من صك معين.
- ج) صناعة السوق بالنسبة للصكوك، من خلال تلقي عروض البيع والشراء للإصدارات القائمة وإعلانها والتوفيق بينها، وإجراءات سداد الثمن وتحويل الملكية.
- مما سبق يتبين أن الصكوك تصبح أداة مالية يمكن أن يقصر أجلها إلى أيام، ويطول إلى سنوات، فتكون صكوك المضاربة المركزية قصيرة الأجل أداة نقدية جيدة لجمع الأموال واستثمارها من خلال مؤسسات التمويل الإسلامي، وفي كلا الحالتين، يحقق استثمار حصيلة الصكوك مردودا تنمويا جيدا.
- كما أنه من الممكن للبنك المركزي استخدام صكوك القراض المركزية كأداة للتحكم في معدلات التوسع النقدي كما يلي:

1) في حالة الرغبة في زيادة معدل التوسع النقدي: يقوم البنك المركزي بضخ الأموال في الاقتصاد عن طريق شراء كمية من الصكوك من الهيئة الخاصة وبالتالي تقوم الهيئة بوضع الحصيلة تحت تصرف البنوك الإسلامية لاستثمارها مباشرة في الاقتصاد.

2) في حالة الرغبة في خفض معدل التوسع النقدي، يقوم البنك المركزي ببيع كمية من الصكوك التي يحتفظ بها لديه إلى الجمهور لكي يمتص جزء من السيولة المتداولة.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في معالجة مشكلة البطالة وإسهامها التنموي

الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في علاج مشكلة البطالة والأموال المعطلة

البطالة في الفقه الإسلامي هي العجز عن الكسب، وهذا العجز إما أن يكون ذاتيا كالصغر والأنوثة والشيخوخة والمرض، أو غير ذاتي كالاختلال بتحصيل العلم، وكذا العامل القوي الذي لا يستطيع تدبير أمور

معيشته بالوسائل المشروعة المعتادة، أو الغني الذي يملك مالا ولا يستطيع تشغيله، بينما لا يعتبر التفرغ للعبادة من العجز.¹

ولم يقتصر تأثير مشكلة البطالة على الفرد فحسب، بل يتعدى تأثيرها إلى المساس بالاقتصاد الوطني ككل.

فالحسائر التي يتحملها الاقتصاد الوطني (القومي)، فهي كثيرة ومتنوعة. يأتي في مقدمتها ما تمثله البطالة من إصدار في قيمة العمل البشري، حيث يخسر البلد قيمة الناتج الذي كان من الممكن للعاطلين إنتاجه في حالة عدم بطالتهم واستخدامهم لطاقتهم الإنتاجية، ومن ناحية أخرى، يلاحظ أن المدفوعات التحويلية التي تضطر الحكومات إلى منحها للعاطلين إما في صورة إعانة للبطالة أو مساعدات حكومية، تؤدي إلى زيادة العجز في الموازنة العامة، وما ينجم عن ذلك من نتائج سلبية. كما أن زيادة هذه المدفوعات تؤثر سلباً في قدرة الحكومة للإنفاق على الخدمات العامة الضرورية (كالتعليم والصحة والمرافق العامة...)².

وللحد من هذه التأثيرات فإن الصكوك الإسلامية تساهم في القضاء على مشكلة البطالة، وزيادة مستوى التشغيل وفي تشغيل الأموال المعطلة، كون هذه الصكوك تحقق رغبات كل من المستثمرين والمدخرين على حد سواء. فأسلوب المضاربة يمثل دافعا مهما باتجاه تحفيز العاطل عن العمل - بسبب عدم امتلاكه رأس المال - إلى العمل الجاد، وهذا سيساهم في تمويل التنمية الاقتصادية وإنجاحها، ويمثل أسلوب المشاركة تشجيع أصحاب المال لبعضهم البعض في العمل الاستثماري، خاصة أولئك الذين يمتلكون أموالاً لا تكفي لتغطية نفقات استثماراتهم كذلك فإن صاحب الأرض الزراعية يمكنه الاتفاق مع من يزرعها ويسقيها، مقابل حصول هذا المزارع على جزء من الثمر، وهذا ما تتيحه صكوك (أسلوب) المزارعة والمساقاة، أما أسلوب المراجعة والسلم فيسهما في تمويل السلع الرأسمالية للحرفيين وصغار المنتجين الزراعيين والصناعيين الجدد الذي تنقصهم الخبرات الكافية والملاءة المالية، كما أن صكوك الإجارة المنتهية بالتملك تعمل على تشجيع العامل على العمل، بجد ليرتقي بعمله هذا من المستأجر إلى المالك الأصلي، وتؤدي صكوك القرض الحسن أيضاً دروا في رفع حجم العمالة واستمرارية العملية الإنمائية من خلال إقراض المستثمرين وتأمين السيولة المالية اللازمة لهم.³

فالاستثمارات الإسلامية قائمة على مبدأ "ساهم غيرك بالمال والعمل ليكون القضاء على البطالة أمراً مكتملاً"، فتكون النتيجة القضاء على أغلب معوقات العمل والمساهمة الفعلية في تشغيل الأموال في الاستثمارات المتاحة.⁴

1 - سامر مظهر، قنطجني، مشكلة البطالة وعلاجها في الإسلام، (مؤسسة الرسالة ناشرون، دون بلد نشر، دون سنة نشر)، ص 09.

2 - رمزي، زكي، الاقتصاد السياسي للبطالة، (سلسلة عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998)، ص 418.

3 - شرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية - كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية - التجريبتين الماليزية والسودانية أنموذجا -"، بحث مقدم إلى مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، المنظم بقسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد-الأردن، 12-13 نوفمبر 2013، ص 14.

4 - المرجع السابق، ص 14.

الفرع الثاني: إسهام الصكوك الإسلامية في التنمية

أولاً: أسباب الاعتماد على الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية

تعرف التنمية في العصر الحالي ليس بكونها عملية إنسانية فقط، ولكنها تذهب بشموليتها وعمقها إلى تحقيق كيان جديد بتركيباته وعلاقاته الاقتصادية والاجتماعية والفكرية والسياسية، يتمتع أفرادها بحضارة ديناميكية متواصلة الجد والعمل، متتابعة التطور والتجديد، مستمرة الابتكار والإبداع، يخيّم على أفرادها الرضا والقبول ويعمهم الرخاء والعدالة الاجتماعية والاقتصادية.¹

وبالتالي فإن التنمية بمفهومها الحضاري تتضمن "القدرة الذاتية على التحكم والتطور والابتعاد عن المحاكاة والتقليد وخصوصاً التحرر من التبعية الخارجية".²

والتحرر لا يعني "الانطواء على الذات وعدم الانفتاح على العالم الخارجي".³

وتعود أسباب الاعتماد على الصكوك الإسلامية لتمويل المشروعات التنموية إلى ما يلي:⁴

(1) توسيع رقعة الحلول والمنتجات المالية الإسلامية التي تواكب احتياجات قطاعات واسعة من المستثمرين سواء الحكومات أو الشركات.

(2) الدعم الحكومي سواء بالتشجيع من خلال القوانين المنظمة للصكوك الإسلامية أو من خلال إصدارها بواسطة البنوك المركزية والمساهمة في تغطيتها (مثل صكوك السلم بمملكة البحرين) وذلك لكونها أحد أدوات تطوير أسواق المال بهذه الدولة.

(3) زيادة السيولة وبالأخص في الدول المصدرة للنفط.

(4) تراكم الفوائض النقدية العربية بعد أحداث الحادي عشر من شهر سبتمبر 2001.

(5) زيادة حجم الطلب على الصكوك الإسلامية نتيجة لنموها بمعدلات تتجاوز 45% سنوياً.

(6) وجود الضوابط الشرعية والمحاسبية والممارسات ذات الطبيعة المنمّطة التي تنظم إصدار هذه الصكوك والتعامل فيها (معايير هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية).

(7) وجود القوانين التي تؤطّر لصناعة التصكيك وبالأخص في البلدان التي بها بورصات تتعامل في أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

(8) زيادة الاحتياج لرأس المال الكثيف لتمويل المشروعات التنموية الكبرى مثل مشروعات الطاقة والبتروك والغاز الطبيعي، ومشروعات التشييد والإعمار العقاري... .

1 - صالح، صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سابق، ص92.

2 - المرجع السابق، ص93.

3 - المرجع السابق، ص93.

4 - فتح الرحمن علي محمد، صالح، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، أبريل 5-6 أبريل 2012، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، ص: 12-14 بتصرف.

- 9) حققت تجربة إصدار الصكوك الإسلامية قبولاً مقدّراً من قبل المستثمرين المسلمين وغير المسلمين بسبب عوائدها المرتفعة نسبياً مقارنة بالأدوات المالية الأخرى.
- 10) وجود هيئات رقابة شرعية ضمن هيكلية إصدار هذه الصكوك تضمن سلامة إجراءاتها بما يتوافق ومصالح المستثمرين فيها.
- 11) زيادة حجم الإصدارات من الصكوك الإسلامية يوفر أدوات مهمة لإدارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات سواء المصرفية أو الاقتصادية المتعاملة في هذه الصكوك.
- 12) دخول بلدان غير إسلامية في سوق إصدارات الصكوك الإسلامية (كولاية ساكسوني أنحالت الألمانية).
- 13) إمكانية استخدام هذه الصكوك في تمويل الإنفاق الاجتماعي والخيري بما يسهم في استدامة التنمية الاجتماعية في البلدان الإسلامية وفي هذا المقام يمكن أن تسهم صكوك الوقف وصكوك القرض الحسن وصكوك التبرع في تمويل الإنفاق الاجتماعي بصورة كبيرة.
- 14) تنامي الوعي المالي في أوساط المستثمرين سواء على مستوى الشركات أو الأفراد بسبب سرعة وتيرة الاتصال بين الأسواق المالية العربية والدولية إضافة إلى عوامل العولمة المالية وضعف القيود أمام حركة الأموال. كل هذه العوامل أسهمت في تكوين وعي مالي مناسب في الأوساط العربية والإسلامية من شأنه أن يسرّع من استجابة المستثمرين لموجات عمليات التصكيك بصورة مناسبة.
- 15) توفّر الموجودات الجاذبة للمستثمرين والقابلة للتصكيك.
- 16) وجود المؤسسات المالية الوسيطة القادرة على القيام بأعمال التصكيك، إلى جانب توفر المكاتب التي تقدم خدمات المحاسبة والمراجعة والاستشارات المالية والفنية اللازمة.
- ثانياً: الآثار الاقتصادية لتمويل مشروعات التنمية بالصكوك الإسلامية**
- تعاني معظم البلدان المتخلفة اقتصادياً من نقص واضح في رؤوس الأموال المادية بنوعيتها: الإنتاجية كالألات والمعدات، ورؤوس الأموال الاجتماعية كالطرق وشبكات المياه والكهرباء... بل إن بعض كتاب التنمية الاقتصادية يعدون نقص رؤوس الأموال من الأسباب الاقتصادية لدجمومة التخلف الاقتصادي.¹
- وتتميز الصكوك الإسلامية بالتنوع والتعدد (كما رأينا ذلك)، مما يساعد في حل بعض مشكلات التنمية الاقتصادية، وتعد صكوك الاستصناع من بين الصكوك التي تسهم بشكل فاعل في تحقيق التنمية الاقتصادية من نواح عديدة، أهمها:²

¹ - عدنان محمد يوسف، رابعة، "صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، منظم من قبل قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013، ص16.

² - المرجع السابق، ص: 16-17.

- 1) إن تمويل صكوك الاستصناع لرؤوس الأموال الإنتاجية يسهم بشكل فاعل في زيادة إنتاج السلع والخدمات، ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي.
- 2) إن تمويل صكوك الاستصناع لرؤوس الأموال الاجتماعية يسهم في قيام المشروعات الاقتصادية المختلفة ويزيد من الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وهي القطاع الصناعي والزراعي والخدمي، فعلى سبيل المثال، إن تمويل شبكات المياه في منطقة ريفية من خلال الاستصناع يسهم في قيام مشروعات زراعية، وصناعية وأخرى لتربية الحيوانات، وربما قيام بعض المشروعات الخدمية كالمدارس والمستشفيات والجامعات، وكل ذلك يسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- 3) إن تمويل المشروعات التنموية من خلال صكوك الاستصناع يعد بديلاً عن التمويل الربوي من خلال القروض الخارجية، وما يترتب عليه من زيادة عبء خدمة الدين، وربما حدوث عجز عن سداده ومن ثم استدامة تبعية الاقتصاد المحلي لاقتصاديات الدول الدائنة.
- 4) إن زيادة الإنتاج نتيجة زيادة رؤوس الأموال الإنتاجية يسهم في تقليل الواردات، وربما في زيادة الصادرات مما يترتب عليه تخفيف الضغط على ميزان المدفوعات، ويسهم في توفير قدر من العملات الصعبة التي يمكن توجيهها نحو بناء مشروعات تنموية أخرى.
- 5) تسهم زيادة رؤوس الأموال الإنتاجية والاجتماعية في زيادة التشغيل والعمالة، ومن ثم انخفاض معدل البطالة في المجتمع، وهذا يسهم في تحقيق عدالة توزيع الدخل والثروات بين أفراد المجتمع، وهو أحد أركان عملية التنمية الاقتصادية، كما يسهم في منع حدوث الركود والكساد الاقتصاديين وهنا شرطان لعملية النمو الاقتصادي.
- 6) يؤدي استثمار الأفراد ذوي الفوائض المالية أموالهم في شراء صكوك الاستصناع التي تستهدف تصنيع السلع بديلاً عن توجيهها نحو توظيفات ضارة بالعملية التنموية، كإقراضها بالربا، والمضاربات المالية في البورصة على فروق الأسعار، وما يرتبط بهذه التوظيفات من آثار سلبية على الاقتصاد المحلي.
- 7) لقد قدم الاقتصادي نيركسه استراتيجيته التنموية التي تهدف إلى مساعدة البلدان المتخلفة اقتصادياً على الخروج من تخلفها، حيث يرى أن سبب ديمومة التخلف هو حلقات الفقر المفرغة، وهي تظهر في جانبي الطلب والعرض، فأما في جانب الطلب فتتمثل في أن انخفاض دخول الأفراد يؤدي على التوالي إلى انخفاض كل من القوة الشرائية، والحافز على الاستثمار والتراكم الرأسمالي، والإنتاجية، ومرة أخرى دخول الأفراد، وقد اقترح نيركسه كسر هذه الحلقات من خلال زيادة الاستثمارات التي تمول مشروعاته من خلال صكوك الاستصناع.
- 8) كما يسهم تمويل صكوك الاستصناع للمشروعات التعليمية والصحية في تحقيق التنمية البشرية.¹

¹ - المرجع السابق، ص 18.

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة الفرع الأول: مفهوم الموازنة (الميزانية) العامة في الاقتصاد الإسلامي وأهدافها الاقتصادية أولاً: مفهوم الموازنة العامة

تعرف الموازنة العامة للدولة بأنه: "البرنامج المالي الذي يتضمن مجموعة التقديرات المعتمدة للإيرادات والمصروفات العامة، عن سنة مالية قادمة، لتحقيق أغراض النشاط العام"¹.
فالموازنة العامة تختص بالأموال التي لا تختص بفرد دون آخر، بل هي لعموم الناس. ومن المعلوم أن السياسة المالية في الدولة تعمل على تحقيق عدة أهداف من خلال ما يعرف بالأدوات المالية، وتمثل هذه الأدوات في الإيرادات العامة والنفقات العامة.²
أي أن الموازنة العامة للدولة عبارة عن مجموع الإيرادات العامة التي يتم تقديرها لأجل تغطية النفقات العامة لسنة مقبلة، بحيث تحقق أهداف المجتمع.

ويظهر من خلال هذه التعاريف بعض خصائص الموازنة العامة والتي منها:³

- 1) الموازنة بيان تفصيلي لجميع إيرادات الدولة ونفقاتها.
- 2) هذا البيان تقديري لأنه يخص سنة مقبلة لم تبدأ بعد، وهذا بخلاف الحساب الختامي الذي يمثل سجل حسابي تفصيلي فعلي لإيرادات ومصروفات الدولة عن سنة سابقة.
- 3) هذا البيان معتمد من السلطة التشريعية.
- 4) هذا البيان يعد عن فترة زمنية محددة عادة سنة.
- 5) هذا البيان تعبير مالي عن أهداف المجتمع.

ثانياً: الأهداف الاقتصادية للموازنة العامة للدولة

تشكل الموازنة العامة عنصراً من عناصر النظام المالي، وهي بهذا تهدف إلى ما يهدف إليه النظام المالي ولقد تطور هدف النظام المالي بتطور النظرة إلى دور الدولة في النشاط الاقتصادي.⁴
ولقد استقر الأمر على اعتبار أن تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي هو من واجباتها، لتحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي، ومن ثم أصبحت الموازنة العامة أداة يستهدف من خلالها تحقيق بعض الأهداف

¹ - زياد، زنبوعه ومنى خالد، فرحات، "بدائل تمويل عملية التنمية في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية-المجلد 28- العدد الثاني، 2012، ص ص: 283-305.

² - فريد أحمد عبد الحافظ، غنام، "إطار مقترح لإعداد وتطبيق موازنة البرامج والأداء في فلسطين"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة، 1427هـ-2006م، ص 18.

³ - أشرف محمد، دواية، "دعم الوقف للموازنة العامة للدولة"، بحث محكم مقدم إلى منتدى قضايا الوقف الفقهي الرابع المنعقد بالعاصمة المغربية - الرباط، (30 مارس - 1 أبريل 2009)، دون ترقيم.

⁴ - سعد بن حمد، اللحياني، الموازنة العامة في الاقتصاد الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، جدة- المملكة العربية السعودية، 1997)، بحث رقم 43، ص 35.

الاقتصادية والاجتماعية مثل استقرار الأسعار، وتحقيق العمالة الكاملة، والإسهام في زيادة الدخل القومي، ورفع مستوى المعيشة.¹

وتظهر أهمية الموازنة العامة من خلال الاعتبارات التالية:²

- 1) تعتبر أداة لتنفيذ السياسة المالية للدولة، فمن خلالها يمكن معالجة الآثار الناجمة عن التضخم والانكماش، والكساد الاقتصادي وذلك عن طريق التحكم في تخفيض الإنفاق أو زيادته، وأيضا من خلال التحكم في السياسة الضريبية.
- 2) تعتبر أداة فعالة للتنسيق بين أنشطة الأجهزة الحكومية من وزارات وهيئات.
- 3) تعتبر أداة رقابية فعالة، فمن خلالها تمكن السلطات التشريعية من الإشراف الكامل على السلطات التنفيذية ومحاسبتها.
- 4) تعتبر أداة لحماية الصناعات المحلية، حيث يمكن استخدامها كأداة لحماية المنتجات المحلية من منافسة المنتجات الخارجية، وذلك من خلال فرض الضرائب والرسوم الجمركية عليها.
- 5) تعتبر أداة اجتماعية فعالة، ويتضح ذلك من خلال إعادة توزيع الدخل بين شرائح المجتمع على أسس عادلة.

الفرع الثاني: تمويل العجز في الموازنة العامة بواسطة الصكوك

أولاً: مفهوم العجز في الميزانية

يقصد بعجز الموازنة العامة للدولة زيادة النفقات على الإيرادات في الموازنة بحيث لا تستطيع الإيرادات سداد النفقات العامة.³

ولقد تحدث بعض علماء المسلمين عن حالة العجز والفائض في بيت المال، فالماوردي قد ذكر حالة الفائض بقوله: "وإذا فضلت حقوق بيت المال عن مصرفها، فقد اختلف الفقهاء في فاضله، فذهب أبو حنيفة إلى أنه يدخر في بيت المال لما ينوب المسلمين من حادث، وذهب الشافعي إلى أنه يفيض به على أموال من يعم به صلاح المسلمين ولا يدخر لأن النوائب تعين فرضها عليهم"، كما ذكر حالة العجز بقوله: (فلو اجتمع على بيت المال حقان ضاق عنهما واتسع لأحدهما مصرف فيما يضير منهما ديناً، فلو ضاق عن كل واحد منهما جاز لولي الأمر إذا خاف الفساد أن يقترض على بيت المال ما يصرفه في الديون دون الارتفاق).⁴

وهنا إشارة إلى دور الدولة في معالجة العجز في قوله: "جاز لولي الأمر"، وذلك من خلال عملية الاقتراض على بيت المال.

1 - المرجع السابق، ص36.

2 - فريد أحمد عبد الحافظ، غنام، مرجع سابق، ص23.

3 - أشرف محمد، دواية، "دعم الوقف للموازنة العامة للدولة"، مرجع سابق، دون ترقيم.

4 - سعد بن حمدان، اللحياني، مرجع سابق، ص: 94-95.

ثانيا: تمويل العجز في الموازنة العامة بالصكوك الإسلامية

تتعدد الأدوات التمويلية لعجز الموازنة العامة للدولة، ومنها؛ التمويل عن طريق البيع بأنواعه، ويتم ذلك من خلال بيع السلع والخدمات إلى الحكومة مع تأجيل دفع الثمن، ويمكن أن يكون التمويل بالبيع مباشرة من الشركات إلى الحكومة أو من خلال البنوك الإسلامية أو عن طريق الاقتراض النقدي بدون فوائد من البنوك العاملة في الاقتصاد، وذلك من خلال تخصيص الودائع بالحساب الجاري للإقراض القصير الأجل للدولة وتحملها ضمان للمودع مقابل ذلك، أيضا خصخصة بعض المشاريع الحكومية من خلال بيعها للقطاع الخاص المحلي، مثل مؤسسات المياه والكهرباء والاتصالات... الخ، إضافة إلى ذلك يمكن الاستفادة من الصكوك الإسلامية في هذا المجال سواء كان لغرض تغطية العجز في الموازنة التشغيلية من خلال إصدار صكوك القرض الحسن والاستفادة منها في تغطية الاحتياجات التمويلية في الموازنة التطويرية أو بهدف تمليك المشاريع العامة للمجتمع.¹

كما تستطيع الدولة-مثلا- استعمال حصيلة صكوك البترول لتغطية عجز الميزانية بشكل عام دون ارتباط هذه الحصيلة بمشروع معين. وعند استحقاق الأجل تقوم الدولة نفسها ببيع البترول نيابة عن صاحب السند بموجب وكالة ينص عليها السند نفسه- إلى الغير وإعطاء ثمن البيع لمالك السند.²

كما يمكن استعمال صكوك المضاربة لتمويل عجز الموازنة العامة، ففي حالات العجز تقوم الدولة بتمويل العجز الموازاتي بقيامها بالمشاريع الكبرى التي لا تحملها موازنة سنة عن طريق إصدار صكوك المضاربة (المقارضة) وذلك بدلا من سندات الخزينة. حيث تلعب صكوك المضاربة دور المعبي للأموال اللازمة لتمويل إنفاقها العام.³ إضافة إلى ذلك يمكن استعمال صكوك الإجارة والأعيان المؤجرة في تعبئة الموارد اللازمة لتمويل العديد من المشاريع والنفقات الحكومية، إذ يمكن تمويل الإنشاءات العقارية، من خلال إصدار صكوك الأعيان المؤجرة كما يمكن استخدام صكوك إجارة الخدمات في تمويل المشروعات في قطاعات مهمة، كالتهذيب، والصحة والاتصال... ويمكن اللجوء إلى صكوك إجارة المنافع في تمويل برامج الإسكان والتنمية العقارية، كما توفر صكوك الإجارة الحكومية الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتسليم.⁴

ويمكن استخدام مختلف الصكوك الإسلامية لتمويل العجز في موازنة الدولة وذلك حسب الاحتياجات التمويلية لها.⁵

1 - زياد، الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي"، مجلة الإسلام في آسيا، الجامعة الإسلامية العالمية-ماليزيا، المجلد 8، العدد 1، يونيو 2011، ص ص: 31-60.

2 - منذر، قحف، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص 48.

3 - هزريشي، طارق ولباز، الأمين، "دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع والرهانات المستقبلية، يومي 23-24 فيفري 2011، المركز الجامعي بغرداية، دون ترقيم.

4 - سليمان، ناصر وربيعة، بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، تحت عنوان: "إدارة المخاطر؛ والإشراف، المنعقد أيام: 06-07 أكتوبر 2012، بمعهد الدراسات المصرفية، عمان-الأردن، ص 05.

5 - أنظر: المرجع السابق، ص 05 وما بعدها.

خلاصة الفصل الثاني:

إن المخاطر التي عانت منها الأسواق المالية عند قيامها بوظيفة التمويل دعت إلى التفكير في إيجاد الحلول من خلال إبتكار وتصميم أدوات تمويلية جديدة أو تطوير الأدوات التمويلية الموجودة وأطلق على هذه العملية اسم الهندسة المالية، إلا أنه رغم هذه الإبتكارات إلا أنها لم تلي ما كان منتظر منها كونها أدت إلى تصميم أدوات لاتحارب المخاطر وإنما نقاها من طرف إلى طرف آخر، كما أن الهندسة المالية بالمفهوم التقليدي لايمكن تطبيقها والعمل بها في أسواق رأس المال الإسلامية، مما أدى إلى ظهور مايعرف بالهندسة المالية الإسلامية.

إن مفهوم الهندسة المالية الإسلامية لا يختلف عن المفهوم التقليدي، إلا انه يتميز عنه بكون الابتكار والتصميم للأدوات التمويلية يجب أن يتوافق مع أحكام الشرع الحنيف، وهو ماجعل للهندسة المالية خصائص عامة وخصائص خاصة تميزها بحيث يصبح هدف التقليل من المخاطر في أسواق رأس المال - خاصة الإسلامية- أقرب إلى التحقق وذلك يظهر من خلال عملية التصكيك الإسلامي والذي هو آلية مبتكرة تقوم على تحويل الأصول غير السائلة القابلة للتصكيك حسب ضوابط الشريعة الإسلامية إلى أصول مالية (صكوك) يمكن تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، ويكون الهدف من ذلك توفير السيولة المطلوبة من جهة، والتحوط من المخاطر وتقليلها من جهة أخرى. وينتج عن التصكيك أدوات تعطي الحقوق لكل المتعاملين فيها، إضافة إلى تنوع الأدوات التي ينتجها التصكيك الإسلامي والمتمثلة أساسا في الصكوك الإسلامية.

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص" وتنوع هذه الصكوك من حيث النوع ومن حيث العدد، فمن حيث النوع نجد الصكوك الإسلامية القائمة على عقد البيع، والصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة، والصكوك الإسلامية القائمة على عقد الإجارة، أما من حيث العدد فهي تتعدد حسن نوع الأنشطة الإقتصادية والمالية المراد القيام بها، من صكوك مضاربة، وصكوك إجارة، وصكوك مشاركة، وصكوك المساقاة والمزارعة والسلم، والاستصناع...، وتحكم هذه الصكوك الإسلامية ضوابط شرعية وأخرى اقتصادية.

ونظرا لتنوعها فإنها تلعب دورا إقتصاديا على مختلف الأصعدة وذلك من خلال أثرها على السياسات المالية والنقدية، ودعمها للموازنة العامة، وكذا تأثيرها على مختلف المتغيرات الإقتصادية الكلية كالبطالة، وتأثيرها الإيجابي بالتضخم...، إضافة إلى دورها البارز في تمويل التنمية الإقتصادية.

الفصل الثالث:

تأثير الصكوك الإسلامية على سوق رأس
المال الإسلامي وحدود التعامل بها

تمهيد:

لاشك أن تأثير الصكوك الإسلامية لم يقتصر في الاقتصاد على قطاع معين أو عنصر ما من عناصر النظام المالي في أي اقتصاد، وبما أن الصكوك الإسلامية في الأساس أوراق مالية يتم تداولها في سوق رأس المال الإسلامي، فإن تأثيرها فيه سيكون مرجوا، خاصة في ظل استفحال ظاهرة الأزمات المالية وزيادة الاهتمام بالاقتصاد الإسلامي وأدواته، مما أدى إلى البحث في تأثير هذه الأدوات على هيكلية الأسواق المالية الإسلامية ككل، سواء من حيث التأثير على المتعاملين أو حتى من خلال البحث في جوانب مساس هذه الصكوك على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي، غير أن هذا التأثير ليس بالقدر المطلوب على اعتبار أن لهذه الصكوك مخاطر تحدّ من التعامل بها.

لذلك يتناول هذا الفصل مختلف هذه النقاط التي على أساسها قسم الفصل إلى أربعة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي.

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

المبحث الرابع: حدود استخدام الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي.

المبحث الأول: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في سوق رأس المال الإسلامي

تعتبر الصكوك الإسلامية أهم بديل للسندات الربوية في مجال مواجهة الأزمات المالية كونها تربطها ضوابط مستمدة من الشريعة الإسلامية ولعل أهم هذه الضوابط هو عدم التعامل بالربا، مما يجعل أسواق رأس المال أكثر استقرار وأقل مخاطر ومن ثمّ زيادة التعامل به واختلاف المتعاملين فيه وهو ما سنتناوله في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم الاستقرار المالي

الفرع الأول: تعريف الاستقرار المالي

1/ يقترح (Garry schinasi, 2005) بعض المبادئ الرئيسية في تعريف الاستقرار المالي نوجزها فيما يلي:¹

المبدأ الأول: وهو أن مفهوم الاستقرار المالي مفهوم واسع يضم مختلف مظاهر علم التمويل والنظام المالي، وباعتبار الترابط الوثيق بين كل مكونات النظام المالي فإن الاختلالات التي تصيب أي مكون منها يمكن أن تضعف الاستقرار المالي الإجمالي وهو ما يتطلب منظورا منهجيا، ففي أي وقت كان فالاستقرار أو عدم الاستقرار لا بد أن يكون نتيجة إما للمؤسسات الخاصة وأفعالها، المؤسسات العامة وإجراءاتها، أو كلا منهما بشكل متزامن.

المبدأ الثاني: وهو أن الاستقرار المالي لا يقتضي فقط بأن يقوم التمويل بشكل تام بدوره في تخصيص الموارد والمخاطر، تعبئة الادخارات، تسهيل تراكم الثروة، التنمية والنمو، ولكنه يقتضي أن تقوم أنظمة المدفوعات بدورها الاقتصادي السليم، بكلمة أخرى فإن الاستقرار المالي وما يعتبر عادة كعنصر حيوي للاستقرار النقدي يتداخلان.

المبدأ الثالث: إن مفهوم الاستقرار المالي لا يرتبط فقط بغياب الأزمات في الوقت الحاضر ولكن بقدرة النظام المالي للحد، احتواء، معالجة نشأة الاختلالات قبل أن تشكل تهديدا له أو للعملية الاقتصادية، ففي نظام مستقر ويعمل بشكل جيد فإن هذا يحدث من خلال التصحيح الذاتي (Self-Correction)، وفي هذا الصدد، يمكن أن يكون هناك مفاضلة في السياسات الاختيار بين السماح لميكانيزمات الأسواق العمل لحل الصعوبات المحتملة أو التدخل السريع والفعال وهكذا فإن الاستقرار المالي يضمّ كلا من الأبعاد الوقائية والتدخلية.

المبدأ الرابع: وهو أن يتم صياغة الاستقرار المالي باعتبار النتائج المحتملة على القطاع الحقيقي فالاختلالات في الأسواق المالية أو على مستوى فرادى المؤسسات المالية تحتاج ألا يتم اعتبارها تهديدا للنظام المالي إذا لم تشكل خطرا على الأنشطة الاقتصادية بشكل واسع.

المبدأ الخامس: وهو أن يتم التفكير في الاستقرار المالي كسلسلة مستمرة، لأن التمويل أساسا ينطوي على اللابيقين فهو حركي سواء عبر الزمن أو الابتكارات المالية، ويتركب من العديد من العناصر والروابط المتطورة، ما يمكن أن يمثل الاستقرار المالي في نقطة زمنية معينة يمكن أن يكون أكثر أو أقل استقرارا في نقطة أخرى، إضافة إلى

¹ - بوكساني، رشيد ومزيان، أمينة "الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد العاشر، ديسمبر 2011، ص ص: 235-264.

أنه يمكن النظر إلى الاستقرار المالي على أنه يتوافق مع استقرار أجزائه المكونة له مثل سلامة المؤسسات المالية، ظروف الأسواق المالية، وكذا فعالية مكونات البنية التحتية.

2/ كما يمكن أن يعرف الاستقرار المالي كما يلي:

أبسط وأقصر تعريف للاستقرار المالي هو تجنب وقوع الأزمات المالية.¹

وتعرف الأزمة المالية كما يلي:

يقصد بأزمة الأسواق المالية (Financial markets crisis) التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم، وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية.²

كما يمكن أن تعرف الأزمة المالية بأنها: "تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول المالية التي تلعب دورا هاما في الاقتصاد القومي، والانخفاض الناتج عن ذلك في سعر الأصل يقلل من النشاط الاقتصادي الكلي مباشرة من خلال تأثيراته على قرارات المستهلكين الأفراد والشركات وبشكل مباشر من خلال تأثيراته على أسعار باقي الأصول الأخرى والموازنات المالية للوسطاء الماليين مثل البنوك".³

ومن خلال هذه التعاريف يمكن إعطاء تعريف شامل ومبسط للاستقرار المالي في سوق رأس المال الإسلامي كما يلي:

الاستقرار المالي لسوق رأس المال الإسلامي يكمن في مدى عدم تعرضه للأزمات المالية ومدى قدرته على معالجة الأزمات المالية في حالة وقوعها، من خلال مدى تطبيقه لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية في تعاملاته، والتي تحملها أدواته المالية (الصكوك الإسلامية) وكذا مختلف المتعاملين فيه.

الفرع الثاني: مظاهر عدم الاستقرار المالي

تمثل المظاهر الأساسية لعدم الاستقرار المالي في ثلاثة مظاهر أساسية، كما يلي:⁴

أولا: الذعر المالي

ويقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث التهافت على سحب الودائع من البنك والذعر المالي يكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسيلها في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية أو المصرفية إمكانية التشكيك، ولا يمكن تلبية الحقوق، ويتمثل المثال الأساسي لذلك التدهور في التهافت على سحب

1 - أحمد مهدي، بلواني، "البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م21، العدد الثاني، (1429هـ/2008م)، ص: 71-96.

2 - عرفات تقي الدين، الحسيني، التمويل الدولي، (دار مجدلاوي للنشر، عمان-الأردن، 1999)، ص200.

3 - عبد الحكيم مصطفى، الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانيات التحكم: عدوى الأزمات المالية، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2003)، ص32.

4 - بن شيخ، عبد الرحمن، "اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد-دراسة حالة الجزائر"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2009/2008، ص: 69-70 بتصرف.

الودائع من أحد البنوك، ويكون ذلك بسبب مشكلات لدى ذلك البنك في تراجع ثقة المودعين واندفاعهم لسحب أموالهم، وعندما تتلاشى الاحتياطات (تمثل نسبة من إجمالي الودائع) لا يستطيع البنك بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ويتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه، أو يتخذ مسلكا لتخطي هذه العقبات، وهو ما يعرف بالأزمات المصرفية.

ثانيا: الانهيار المالي

وهو ما يتعلق باختيار الأوراق المالية، حيث توفر الأسواق الثانوية السيولة لحاملي الأوراق المالية المباشرة، وتشبّك السوق الثانية مبيعات أولئك الراغبين في تسهيل حقوقهم مقابل مشتريات أولئك الذين يرغبون في حياة الحقوق، وكما هو الحال في البنوك، إذا رغب أحد الأفراد في تسهيل أمواله في الحال يصبح التسهيل مستحيلا عندما يحدث هذا في السوق الثانوية تهبط أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد، وبذلك تكون هذه العمليات من مسببات الانهيار في سوق الأوراق المالية.

ثالثا: عدم استقرار الأسعار

يمكن أن يأخذ مستوى استقرار الأسعار الشكلين التاليين:

(1) الارتفاع المستمر في الأسعار، الذي يعرف بالتضخم.

(2) الهبوط المستمر والمتواصل، والذي يعرف بالتقلص، والانعكاس في الأسعار.

في كل من التضخم والتقلص تأثيرات سلبية على الإقراض، يخفض التضخم قيمة المال المعد لعملية الإقراض من طرف المؤسسات، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك التضخم غير المتوقع تكون آثاره سلبية على المقرضين، وتكون إيجابية للمقترضين، والتقلص غير المتوقع له تأثير عكس التضخم غير متوقع. إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقترضين وللمقرضين، ولذلك يجعل الإقراض أقل جاذبية.

المطلب الثاني: عدم الاستقرار المالي في عام 2007 (الأزمة المالية الأخيرة)

الفرع الأول: مفهوم الأزمة المالية الأخيرة

إن أزمة الإقراض العقاري لمقترضى الدرجة الثانية (Subprime mortgage crisis) التي وجدت الولايات المتحدة نفسها في قبضتها، هي نموذج تقليدي للإقراض المفرط وغير الحذر، كذلك فإن نموذج التوريق (securitization) أو التوليد للتوزيع (Originate-to-distribute) في الإقراض لعب دورا أساسيا في هذا الصدد، ذلك أن خلق سندات الدين المضمون (Collateralized debt obligations) بالمزيج بين ديون الدرجتين الأولى* والثانية (prim and subprime debt) مكن مولدي القروض العقارية من نقل مخاطر التعثر

*-مقترضو الدرجة الأولى: هم المقترضون الذين يتمتعون بتصنيف ائتماني جيد، ويوحون بالثقة من حيث قدرتهم على خدمة ديونهم والوفاء بكامل التزاماتهم.

حتى في ديون الدرجة الثانية* إلى المشتريين النهائيين الذين يكرهون عادة تحمل مثل هذه المخاطر، وبهذا ضعف الحافز لدى مولدي القروض العقارية لبذل العناية اللازمة عند الإقراض، ومن ثم فإن الكم في القروض قد غلب على النوع، وزاد حجم المقرضين والمضاربين من ديون الدرجة الثانية زيادة كبيرة.¹

ويلاحظ مما سبق بوضوح غلبة الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي ويظهر ذلك في قول الكاتب "ومن ثم فإن الكم في القروض قد غلب على النوع"، إضافة إلى الدور الذي لعبه التوريق في هذه الأزمة مما أثر على المقرضين والمقرضين.

الفرع الثاني: أسباب الأزمة المالية الأخيرة

أولاً: أسباب الأزمة من المنظور التقليدي

رغم أن هناك الكثير ممن يرجعون أسباب الأزمات المالية بشكل عام، وأزمة الرهن العقاري بشكل خاص، إلى طبيعة النظام الرأسمالي وآليات عمله باعتباره نظاماً اقتصادياً متعثراً، إلا أن هذا لا يلغي الدور الكبير الذي لعبه القطاع المصرفي - والقطاع المالي بصفة عامة - في حدوث الأزمة من خلال التوسع في منح الائتمان، وزيادة حجم الأصول المالية المتداولة وزيادة الثقة فيها.²

كما تعتبر الفائدة أهم العوامل المخلة بالاستقرار في الاقتصادات الرأسمالية، فقد طرح ميلتون فريدمان السؤال التالي: ما أسباب هذا السلوك الطائش الذي لم يسبق له مثيل للاقتصاد الأمريكي؟ ورد على هذا السؤال بقوله: "إن الإجابة التي تخطر على البال هو السلوك الطائش الموازي له في معدلات الفائدة".³

كما يرى "هوشيار معروف" أن نقص المعلومات وعدم شفافية العمل في الأسواق المالية يعد من أسباب تفاقم الأزمات كما حدث في الأزمة العالمية الكبرى (1929).⁴

* مقترضو الدرجة الثانية: هم المقرضون الذين عرفوا بتقصيرهم أو تخلفهم عن الدفع، ولا يوحون بالثقة من حيث مركزهم المالي وقد رتهم على خدمة ديونهم، ولهذا فإن هناك مخاطرة تعثر عالية ناشئة من ضعف ضماناتهم وحبس رهوناتهم، ومعدلات الفائدة والرسوم التي تحمل على هؤلاء المقرضين مرتفعة بوجه عام، وقد تتجاوز قدرتهم على خدمة ديونهم.

¹ - محمد عمر، شابرا، "الأزمة المالية العالمية، هل يمكن لتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها؟"، ترجمة: رفيق يونس المصري، مقال في كتاب: الأزمات المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، (مركز النشر العلمي، جدة، 2009)، ص: 28-38.

² - نادية، العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2012-2013، ص: 158.

³ - محمد عمر، شابرا، نحو نظام نقدي عادل: دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام، ترجمة سيد محمد سكر، (دار البشير للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1990)، الطبعة الثانية، ص: 160.

⁴ - هوشيار، معروف، تحليل الاقتصاد الدولي، (دار جرير للنشر والتوزيع، دون بلد نشر، 2006)، ص: 62.

إضافة إلى ذلك ساهم نظام جدولة الديون في تفاقم الأزمة، حيث يقوم النظام المالي والمصرفي التقليدي على نظام جدولة سعر فائدة أعلى، واستبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة مرتفع، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول بسبب سعر الفائدة الأعلى.¹

وعموماً يمكن إجمال أسباب الأزمة المالية الأخيرة من خلال الأسباب المتعلقة بالقطاع المالي كما يلي:²

أ) التضخم الشديد في القطاع المالي: بظهور نظام أسعار الصرف المعمومة وبروز فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة، ومجيء المنظمة العالمية للتجارة، فتحت الأبواب أمام تحركات الأموال عبر الحدود وكان لذلك تداعيات خطيرة أهمها فتح الباب لعمليات مستحدثة والتي أطلقت العنان لنمو قطاع مالي ضخم.

ب) المتاجرة في المخاطر: مع تعويم العملات ظهرت الحاجة إلى التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف، وقد ظهر ابتكار مالي جديد هو العقود المستقبلية في العملات، وما المشتقات المالية إلا صورة أحدث للعقود المستقبلية، ومضمون هذه العقود واحد هو الاتجار في المخاطر، وهدفها واحد وهو توزيع المخاطر والتحوط والتأمين ضد ما يترتب عليها من خسائر.

ج) المتاجرة في الديون: مما يستدعي الانتباه أن المشتقات المالية لم تعد تنصب على مخاطر الاتجار في الأوراق المالية بل أنها امتدت إلى المخاطر المتعلقة بالديون العقارية وأنواع كثيرة من الديون والقيام بالمرهانات على تقلبات أسعار الصرف والفائدة، وتقلبات مؤشرات البورصة.

د) ازدياد وتعمق التشابكات بين مكونات القطاع المالي: لقد زادت التشابكات وتعمقت بين الفروع المختلفة للقطاع المالي: البورصات، البنوك التجارية، بنوك الاستثمار أو الأعمال، صناديق الاستثمار، صناديق المعاش، صناديق التحوط وشركات التأمين، وكالات التقييم الائتماني... وترتب عن ذلك نشوء شبكة معقدة من المعاملات المالية بين كيانات مالية عملاقة من حيث الحجم ومركبة من حيث النشاط.

هـ) اشتداد التناقض بين القطاع المالي والحقيقي: لقد فاق التوسع في القطاع المالي كل حد معقول: بمعنى أنه تجاوز الاحتياجات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد ببعيد، وذلك بعدما اكتسب رأس المال المالي (التمويلي) حرية كبيرة في الحركة مع تنامي ظاهرة العولمة المالية وما صاحبها من تفكيك للقيود على انتقال الأموال. إن حركة الأموال في القطاع المالي لا تخدم الإنتاج بل تخدم أغراض المضاربين والمقامرين والمتعاطشين للأرباح الضخمة بدون جهد.

و) ضعف أو تراخي إجراءات الرقابة والضبط في القطاع المالي: قد شاع في القطاع المالي مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السلمية لمنح الائتمان والتقاعد عن تطبيق الضوابط القوية على ملاءة المؤسسات

¹ - شنوف، شعيب، "الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر-بسكرة ديسمبر 2010، ص ص: 108-133.

² - أسماء، دردور ونسرين، بن زاوي، "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام: 20-21 أكتوبر 2009 ص10.

الائتمانية وآليات عملها، حتى وصلت إلى حد التسبب والانفلات. ولم يكن ذلك محض صدفة بل إنه جزء لا يتجزأ من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة.

ثانياً: أسباب الأزمة المالية من منظور إسلامي

أسباب الأزمة من هذا المنظور تعود إلى مبادئ وتعاملات سائدة في النظام الاقتصادي الحالي. ويمكن من هذا المنظور إعطاء عدة أسباب لهذه الأزمة، والتي تتمثل في:¹

أ) التعامل بالفائدة الربوية: لقد ارتبطت الأزمة بصورة أساسية بسعر الفائدة الذي يسمى في الشرع بالربا وهو محرم شرعاً، قال تعالى: ﴿... وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا... ﴾²، حيث عجز المقترضون عن سداد الأقساط المرتفعة بسبب رفع معدل الفائدة من طرف البنك الفدرالي، وهو عنصر خفي يشجع على التضخم، فاتخاذ القرار الاستثماري على أساس مؤشر الأرباح المتوقعة أسلوب أكثر واقعية، لأن الربح أداة لتخصيص رأس المال بعكس الفائدة التي هي أداة مضللة وضارة بمصالح الأفراد، ولقد أشار "موريس آليه" في أحد أبحاثه أنه من بين شروط تفادي الأزمات المالية تعديل معدل الفائدة إلى الصفر، وجعل معدل الضريبة في حدود 2 %، وهذا ما دعا إليه الإسلام بتحريمه الربا وإغائه لا إلى تخفيض معدلاته كما تفعل المؤسسات المالية حالياً.

كما يرى "منسكي Minsky" بأن معدل الفائدة أداة لعدم الاستقرار المالي، حيث يعتقد أن المتسبب في وقوع الأزمة المالية هو هيكل الاستدانة في الاقتصاد ويعبر عن ذلك بما يلي:
"أن منبع الأزمة المالية هو التوسع في منح القروض المصرفية".³

ب) القمار والغرر: أصبحت البورصة تعرف على أنها مكان للقمار، فكل عملياتها تقوم على أساس المضاربة على الأسعار، وهذه المضاربة من شأنها أن تؤدي إلى تقويم الأسهم في البورصة بأكثر من قيمتها الحقيقية أو أقل بكثير كما أن عقود البورصة ليس من شأنها أن يسلم البائع ماباع، ولا المشتري ما اشترى، بل هي مجرد مراهنات على الربح من خلال عقود آجلة ومستقبلية، لا تسليم فيها ولا استلام، إنما يتم التحاسب فيها على فروق الأسعار، وبهذا ينشأ اقتصاد وهمي مضاربي بعيد عن الاقتصاد الحقيقي، والمستثمر يقوم برحبه على أساس الحظ، وليس على أساس التحليل المالي، ودراسة الميزانيات، كما ظهرت المقامرة جلية في هذه الأزمة من خلال المشتقات المالية التي تعتبر بحق سلاح الدمار المالي وتقوم على الاتجار في المخاطر

¹ - عبد السلام، عقون وكمال، رزيق، "الأزمة المالية الراهنة جذورها رأسمالية وحلولها إسلامية"، مداخلة مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول:

الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص: 6-8

² - سورة البقرة، الآية 275.

³ - شريط، عابد وسدي، علي، "معدل الفائدة ودوريتها الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي (محاولة للفهم واقتراح حلول)"، المؤتمر العالمي الثامن

للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي: الدوحة، دولة قطر: من 18 إلى 20 ديسمبر

2011، ص16.

وتحقيق ربح لطرف على حساب خسائر مقابلة للطرف الآخر، ولا يوجد فيها تسليم ولا تسلّم ولا قبض للثمن بل هو تسوية لفروق الأسعار، يربحها الراجحون ويخسرها الخاسرون.

وفي هذا الصدد يقول "موريس آليه": في حين أن المراهنة، من حيث المبدأ، إذا عملت في نطاق مؤسسي ملائم، تكون نافعة جدا، ومحققة للاستقرار، فإنها تصبح، في النطاق المؤسسي الموجود حاليا، مزعزة للاستقرار إلى حد كبير، وضارة¹، وهو ما يبين أن النظام الرأسمالي يقوم على الجشع والمصالح الفردية.

ج) بيع الدين بالدين: يرتكز عمل البنوك على المتاجرة بالديون، بحيث يؤدي إلى الإفراط في خلق النقود بدون غطاء، وهذا ما يؤدي إلى وهمية التعاملات الاقتصادية، كما انتشرت ظاهرة توريق الديون، وتظهر جليا في هذه الأزمة في بيع القروض العقارية إلى شركات التوريق، التي حولتها إلى سندات تطرح للتداول في السوق المالية وبذلك يصبح للعديد من الناس حق على عقار واحد، وتعثر أحدهما يؤدي إلى تأثر الجميع، وهو بذلك محرما شرعا كونه بيع للدين بأقل من قيمته وهو ربا من جهة، وعائد السندات يتمثل في الفائدة الذي هو ربا، هذا بالإضافة إلى قيام صاحب العقار برهنه مقابل ديون أخرى، وهي باطلة من الناحية الشرعية كونها تعامل بالربا من جهة، ولا يجوز رهن الشيء المرهون إلا بإذن المرتهن وهنا يبطل الرهن الأول، كون الرهن حق على عين ولا يجتمع حقان على عين واحدة.

ويرى البروفيسور محمد بوجلال أن توريق الديون وظهور منتجات أو مشتقات مالية لا تستند إلى أصول حقيقية، يزيد من الغرر نتيجة لبيع الديون المنهي عنه في شريعتنا.²

د) الشائعات وسلوك القطيع: من الشوائب والمخالفات التي تسود معظم المعاملات في الأسواق المالية انتشار المعلومات الكاذبة، وافتعال شائعات لا أساس لها من الصحة بهدف إحداث تأثير معين على المتعاملين والسعي إلى تحقيق مغايم وراء ذلك على غير وجه حق، حيث تنتشر إشاعات بأن سهم شركة ما سوف يحقق أرباحا حتى يرتفع ثمنه، بهدف خلق طلب مفتعل فينتجه المضاربون بشكل جماعي لشراء أسهمها، ومن ثم يرتفع ثمنه مؤقتا فيقوم بعض المتعاملين بالبيع، وبعد فترة وجيزة تظهر حقيقية الإشاعة الكاذبة مما يضطر الجميع إلى بيع هذه الأسهم، فينخفض السعر مرة أخرى وهذا من نماذج التدليس وأكل أموال الناس بالباطل الذي نهى عنه الإسلام، قال تعالى ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِن جَاءَكُمْ فَاسِقٌ بِنَبَأٍ فَتَبَيَّنُوا أَن تُصِيبُوا قَوْمًا بِجَهَالَةٍ فَتُصِيبُوا عَلَىٰ مَا فَعَلْتُمْ نَادِمِينَ ﴾³

هـ) جدولة الديون: تقوم المعاملات مع المدنيين المتعثرين على نظام الجدولة، الذي يعني تمديد آجال التسديد مع الرفع من سعر الفائدة، وهذا يلقي أعباء إضافية على المقترض الذي عاجز عن دفع القرض الأول بسبب

¹ - موريس، آليه، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، (ترجمة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة - السعودية، 1992)، ص 15.

² - محمد، بوجلال، "مقاربة إسلامية للأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، دون سنة نشر، ص 69.

³ - سورة الحجرات، الآية: 06.

سعر الفائدة الأصلي، وهو محرم شرعا قال تعالى: ﴿ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴾¹.

د) غياب الأخلاق الاقتصادية: غيبت الأخلاق الاقتصادية، وعطل التنافس على أساس حسن السيرة والسلوك، وفصل الدين والأخلاق والقيم والمثل العليا عن المعاملات المالية، وانتشر الفساد الأخلاقي من ربا رشوة، غش، تزوير، احتكار، استغلال، جشع قال تعالى: ﴿ قَالُوا يَا شُعَيْبُ أَصَلَاتُكَ تَأْمُرُكَ أَنْ نَتَّزِكَ مَا يَعْبُدُ آبَاؤُنَا أَوْ أَنْ نَفْعَلَ فِي أَمْوَالِنَا مَا نَشَاءُ إِنَّكَ لَأَنْتَ الْحَلِيمُ الرَّشِيدُ ﴾² فأصبح تصنيع السلاح المدمر اقتصادا وإنتاج الأغذية بدون مراعاة شروط الصحة ابتكارا، وعمليات تشويه البشر إبداعا، والعودة إلى تجارة الرقيق والأطفال ربحا، وإنتاج المخدرات زراعة وصناعة، فانتشر الجشع وحب الذات وتغليب المصلحة الفردية على المصلحة الجماعية، وهتأ أرباب العمل وراء المشاريع المربحة، والمدراء وراء الصفقات المدرة للكفاءات دون التفكير في الاستقرار الاقتصادي ومصلحة الجماعة ومستقبل الأجيال.

المطلب الثالث: ضوابط الاقتصاد الإسلامي في تحقيق الاستقرار المالي في أسواق رأس المال الإسلامية ودور الصكوك الإسلامية

الفرع الأول: ضوابط خاصة بالنظام المالي الإسلامي

يعتمد النظام المالي والاقتصادي الإسلامي وكذا مؤسساته المالية على مجموعة من القواعد التي تحقق له الأمن والأمان والاستقرار وتقليل المخاطر، ومن أهم هذه القواعد ما يلي:³

1) يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على منظومة من القيم والمثل والأخلاق مثل الأمانة والمصادقية والشفافية والبيئة والتمسك والتعاون والتكامل والتضامن، فلا اقتصاد إسلامي بدون أخلاق ومثل، وتعتبر هذه المنظومة من الضمانات التي تحقق الأمن والأمان والاستقرار لكافة المتعاملين، وفي نفس الوقت تحرم الشريعة الإسلامية المعاملات المالية والاقتصادية التي تقوم على الكذب والمقامرة والتدليس والغرر والجهالة والاحتكار والاستغلال والجشع والمظلم وأكل أموال الناس بالباطل، ويعتبر الالتزام بالقيم الإيمانية والأخلاقية عبادة وطاعة لله يثاب عليها المسلم وتضبط سلوكه سواء كان منتجا أو مستهلكا، بائعا أو مشتريا وذلك في حالة الزواج والكساد وفي حالة الاستقرار أو في حالة الأزمة.

2) يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات ويحكم ذلك ضوابط الحلال الطيب والأولويات الإسلامية وتحقيق المنافع المشروعة والغنم بالغرم، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة والعمل وفق ضابط

¹ - سورة البقرة، الآية: 280.

² - سورة هود، الآية: 87.

³ - إبراهيم رسول، هاني وكريم سالم، حسين، "الأزمة المالية العالمية... أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي

الرابع لكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر - كانون الأول، 2010، ص: 10-11.

العدل والحق وبذل الجهد هذا يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائماً أبداً وفريق خاسر دائماً أبداً بل المشاركة في الربح والخسارة. ولقد وضع الفقهاء وعلماء الاقتصاد الإسلامي مجموعة من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي التي تقوم على ضوابط شرعية من هذه العقود: صيغ التمويل بالمضاربة وبالمشاركة وبالمراجحة وبالإستصناع وبالسلم وبالإجارة والمزارعة والمساقاة ونحو ذلك. كما حرمت الشريعة الإسلامية كافة عقود التمويل بالاستثمار القائمة على تمويل القروض بفائدة، والتي تعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة المالية العالمية الأخيرة.

(3) حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية Derivatives والتي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة ولقد كيف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعاً، وقد أكد الخبراء وأصحاب البصيرة من علماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام، وما حدث في أسواق دول وشرق آسيا ليس منا بعيد.

(4) حرمت الشريعة الإسلامية كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل: خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد كما حرمت نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة ولقد نهي رسول الله ﷺ عن بيع الكالئ بالكالئ (بيع الدين بالدين). كما أكد خبراء وعلماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية المعاصرة هو قيام بعض شركات الوساطة المالية بالتجارة في الديون مما أدى إلى اشتعال الأزمة وهذا ما حدث فعلاً.

(5) يقوم النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على مبدأ التيسير على المقترض الذي لا يستطيع سداد الدين لأسباب قهريّة¹، إذ يقول الله تبارك وتعالى: ﴿ وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَىٰ مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَّكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ ﴾².

الفرع الثاني: ضوابط خاصة بأسواق رأس المال الإسلامية

الإسلام دين شامل لكل مناحي الحياة ومنها الناحية الاقتصادية، وفي إطار الجانب الاقتصادي يهتم الإسلام بالنظام المالي والنقدي، وقد جاء الإسلام بنظام مالي ونقدي متكامل في نطاقه وأهدافه ومؤسساته وقواعد العمل فيه وأسلوب تطوره. وتحتل الأسواق في الإسلام مكانة لا تقف عند حدودها كمؤسسة، بل ذهب الإسلام إلى أبعد من ذلك، فقد وضع قواعد السلوك في هذا السوق، لذلك لا بد لهذه الأسواق أن يكون لها ضوابط خاصة بها تتمثل بما يلي:³

¹ - المرجع السابق، ص 11.

² - سورة البقرة، الآية: 280.

³ - محمد زياد سلامة، البخيت، "السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية

الدولي الرابع، "الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010، ص 07.

أ) القيم الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية: يقوم الاقتصاد في الإسلام على العقود الشرعية الحاكمة وهذه العقود الحاكمة تحكمها مجموعة من المبادئ والقيم الأخلاقية ومنها: التراضي وطيب النفس وحسن النية، وبيوع الأمانة، مما يثبت ذاتية هذا الاقتصاد واستقلاله ويؤكد صلاحيته لكل زمان ومكان، ويعطيه أولوية في التطبيق العملي في معاملات الناس، ومن أهم المبادئ الأخلاقية في المعاملات المالية الإسلامية حسن المطالبة وحسن القضاء والتيسير على المعسر، يقول تعالى: ﴿وَإِنْ كَانَ ذُو عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ﴾¹.

ب) تحريم الربا أخذًا وعطاءً بأنواعه الثلاثة: ربا الفضل والنسيئة ورتبا الدينون.

ج) تحريم الميسر والقمار وأكل أموال الناس بالباطل.

د) تحريم الغرر بما في ذلك الجهالة والغبن والتدليس.

هـ) تحريم بيع ما لا يملك.

و) العمل على تحقيق الاستثمار الحقيقي وتحريم الاستثمار الوهمي حيث تقوم العقود الإسلامية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة والاستثمار الحقيقي.

وما يلاحظ على هذه الضوابط الخاصة بأسواق رأس المال الإسلامية أنها مستمدة من ضوابط وقواعد النظام المالي والاقتصادي الإسلامي ككل دلالة على مدى دقة وتناسق الاقتصاد الإسلامي ككل كونه يستمد مبادئه من الشريعة الإسلامية الغراء.

الفرع الثالث: فعالية الصكوك الإسلامية في علاج الأزمات المالية والحد منها

أولاً: مساهمة الصكوك الإسلامية في مقاومة التضخم وبالتالي في استقرار الاقتصاد.²

ذلك أن نمو الكتلة النقدية في الاقتصاد الوطني الذي من المحتمل أن يتحول إلى تضخم، مرتبط في نظام التمويل بالمشاركة والمضاربة بنسبة الأرباح من الودائع الاستثمارية، وليس مرتبطاً بنسبة الفوائد المترتبة على القروض، أي أن الارتباط متعلق بالإنتاج الحقيقي وليس بإنتاج الأموال عن طريق الفوائد المصرفية.

وهذا ما جعل الخبراء الأجانب - ومنهم خبراء البنك الدولي - يعترفون بوفرة الاستقرار لدى أنظمة التمويل الإسلامي، مضافاً إلى ذلك أن الخسائر المحتملة المترتبة على الإنتاج في النظام الربوي تتحول إلى فوائد مصرفية ربوية، وهي إضافة يتحملها المستهلك عن طريق رفع الأسعار بينما نرى توزع تلك الخسارة في نظام التمويل الإسلامي بين ثلاثة أطراف مساهمة وهي: المستثمر والمصرف والمودع، حيث أن التكلفة تخفف من خلال تحمل جميع الأطراف مغرم الخسارة.

¹ - سورة البقرة، الآية: 280.

² - علام، عبد النور، مرجع سابق، ص ص: 101-102.

ثانيا: قدرة الصكوك الإسلامية على إحداث التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي.¹

مما لاشك فيه أن النتيجة الطبيعية لآلية الفوائد -الربا- المتواجدة في النظام الرأسمالي تؤدي إلى نمو الاقتصاد المالي في شكل متتالية هندسية بينما تجعل الاقتصاد الحقيقي ينمو على شاكلة متتالية حسابية، وهو ما تكون نتيجته تكرار حدوث الأزمات والتقلبات الاقتصادية الدورية سواء من خلال الائتثار أو الإفلاس، وإبان الأزمة المالية العالمية أكد المختصون على طغيان الاقتصاد المالي مقارنة بالحقيقي، حيث نشأ ما يعرف بالهرم المقلوب فقد أصبحت الكتلة النقدية المتداولة مضافا إليها حجم الديون المقدمة من قبل المصارف التجارية المضاعفة في علاقة غير تناسبية مع حجم الثروة الحقيقية للدولة، وفي هذا المقام لا بد من الإشارة إلى أن المفكر والأكاديمي الفرنسي موريس آليه Maurice Allais قد حذر من تراكم الديون بوتيرة أكبر بكثير من زيادة الثروة، أما بالنسبة للتمويل الإسلامي فيربط بصفة دائمة بين معدلات المشاركة والاقتصاد الحقيقي، ولذلك فإن نسبة الديون إلى الثروة الحقيقية تكون محدودة، ولا يمكن أن يصبح أضعاف الثروة، وبذلك فإن صيغ المشاركات المتنوعة تضمن النمو المستدام لهرم التوازن الاقتصادي بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي والنقدي، وإحدى أدوات التمويل الإسلامي الصكوك الاستثمارية التي تتمتع بقدرة تحقيق التوازن المنشود، نظرا لأن إصدارها يشترط وجود أصول قبل التصكيك، وابتعادها عن الربا واعتمادها على الربح، مما أكسبها إمكانية تجسيد المعادلة المفقودة بكل المقاييس في أدوات التمويل الربوية.

ثالثا: دور الصكوك الإسلامية في تمتين أخلاقيات الرقابة.²

يسود اعتقاد راسخ لدى كافة المحللين للأزمة المالية العالمية أن أحد أبرز أسباب الائتثار المروعة والإفلاسات المتتالية للعديد من البنوك والشركات العالمية العملاقة، هو ضعف الضوابط التشريعية التي تحكم عمل هذه المؤسسات، حيث تشير التقارير إلى أن صناديق الاستثمار والتحوط وشركات السمسرة لم تكن تخضع لرقابة البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (البنك المركزي). كما أنها لم تتقيد بمعايير بازل (1) أو حتى بازل (2)، وبعد انكشاف المستور وهذه التجاوزات الصارخة، بدأ ينادي الكثير من المختصين بضرورة الاستفادة من ضوابط الصكوك الإسلامية المستلهمة من الصيرفة الإسلامية، بحيث أصدرت الهيئة الفرنسية العليا للرقابة على سبيل المثال لا الحصر قرارا يقضي بمنع تداول الصفقات الوهمية والبيوع الرمزية التي هي شعار النظام الرأسمالي، كما سمحت نفس الهيئة للمؤسسات والمتعاملين بالتعامل بالصكوك الإسلامية في السوق المنظمة الفرنسية.

¹ - أحمد، طرطار وشوقي، جباري، "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة (3)", مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد (19) صادرة، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر ديسمبر 2013م - صفر 1435هـ، ص ص: 19-22.

² - المرجع السابق، ص ص: 19-22.

رابعاً: دور الصكوك الإسلامية كبديل للسندات الربوية في تخفيض المخاطر والتحوط منها

الصكوك الإسلامية هي وسيلة للاستدانة يتم من خلالها -بشكل أو بآخر- تحويل أصل مادي مستمر (كعقار مؤجر) إلى سيولة نقدية يحصل عليها مصدر الصك، ويعطي ريع هذا الأصل المادي (أي أجرة العقار في مثالنا هذا) لحاملي الصكوك. إذن حامل الصك الإسلامي هو، عملياً، مالك لجزء من الأصل المادي (أي العقار). وعليه فالصكوك الإسلامية شبيهة بالسندات الحكومية لكنها لا تعطي فائدة ثابتة، لأن إصدارها يستند إلى وجود أصل مادي حقيقي بحيث يعطي الصك ريعاً لحامله مادام الأصل المادي الذي يستند إليه الصك (العقار هنا) يولد دخلاً¹. وهو ما يضمن لكل الأطراف حقوقهم، كون الصكوك الإسلامية تتميز بالقدرة على التحوط من المخاطر باعتبار أنها أدوات تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال التقليل أو الحد من المخاطر، فيصبح المقرضون والمستثمرون غير قلقين بشأن ممتلكاتهم، لأن الشريعة الإسلامية تدعو إلى عدم المخاطرة والقمار في المعاملات المالية بين البشر.²

وتجدر الإشارة إلى أن هناك استراتيجيات لتطوير المنتجات المالية الإسلامية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، حيث قام المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية بتكليف فريق علمي متخصص تمكن من استخراج 1.357 منتجاً مالية من 14 مرجعاً فقهياً أصيلاً من المذاهب الأربعة. وإن كان العالم يرتقب الخلاص بالاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية من الأزمة المالية، فإن الأمر يستدعي أن تكون لدى البنوك الإسلامية استراتيجيات واضحة تضبط عملية الابتكار المالي وتجنبها التناقض بين الأهداف النظرية والتطبيق العملي.³

¹ - محمد سامر، القصار، الأزمة المالية العالمية (دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية)، (دار الفكر دمشق، 2009)، الطبعة الثانية، ص 97.

² - أحمد، طرطار وشوقي، جباري، مرجع سابق، ص ص: 19-22.

³ - صالح، صالحي وعبد الحليم، غربي "كفاء صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 21.

المبحث الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية لمختلف المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي

يحتاج المتعاملون في سوق رأس المال الإسلامي إلى أدوات مالية تلي رغباتهم المختلفة من احتياجات للسيولة إلى تخفيض المخاطر وكذا تعبئة المدخرات إلى غير ذلك من الاستعمالات المختلفة، وبالتالي يمكن أن تلي الصكوك الإسلامية رغبات هؤلاء المتعاملين أو على الأقل تلبية الكثير من هذه الرغبات.

المطلب الأول: الصكوك الإسلامية والمصارف الإسلامية

الفرع الأول: مفهوم المصرف الإسلامي ومبادئه الأساسية

أولاً: مفهوم المصرف الإسلامي

هناك عدة تعاريف للبنوك الإسلامية من وجهات نظر متعددة ومنها:

يرى الدكتور أحمد النجار -رحمه الله- رائد فكرة البنوك الإسلامية (في كتابه منهج الصحوة الإسلامية: بنوك بلا فوائد) أن: "البنوك الإسلامية هي أجهزة مالية تستهدف التنمية وتعمل في إطار الشريعة الإسلامية وتلتزم بكل القيم الأخلاقية التي جاءت بها الشرائع السماوية وتسعى إلى تصحيح وظيفة رأس المال في المجتمع، وهي أجهزة تنمية اجتماعية مالية، حيث أنها تقوم بما تقوم به البنوك من وظائف في تيسير المعاملات التنموية، كما أنها تضع نفسها في خدمة المجتمع، وتستهدف تحقيق التنمية فيه، وتقوم بتوظيف أموالها بأرشد السبل بما يحقق النفع للمجتمع أولاً وقبل كل شيء، واجتماعية من حيث أنها تقصد في عملها وممارستها تدريب الأفراد على ترشيد الإنفاق وتدريبهم على الادخار ومعاونتهم في تنمية أموالهم بما يعود عليهم وعلى المجتمع بالنفع والمصلحة، هذا فضلاً عن الإسهام في تحقيق التكافل بين أفراد المجتمع بالدعوة إلى أداء الزكاة وجمعها وإنفاقها في مصارفها الشرعية"¹.

كما عرفها محسن أحمد الخضيرى بأنها: "مؤسسة مالية تعمل على جذب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً لا يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية"².

وذهب فريق آخر إلى تعريف المصارف الإسلامية بأنها: "كيان ووعاء يمتزج فيه فكر استثماري واقتصادي سليم ومال يبحث عن ربح حلال لتخرج منه قنوات تجسد الأسس الجوهرية للاقتصاد الإسلامي وتنقل مبادئه من النظرية إلى التطبيق، ومن التصور إلى الواقع الملموس، فهو يجذب رأس المال الذي يمكن أن يكون عاطلاً لتخرج أصحابه من التعامل به مع من يجدون في صدورهم حرجاً من التعامل معها"³.

أي أن البنوك الإسلامية لا تتميز فقط باستبعادها للفائدة وتحريم المضاربة في النقود، إنما أيضاً بارتباط التمويل فيها بالاقتصاد العيني، مما يؤدي إلى حساب دقيق لمخاطر الائتمان وقد تكون هذه المزايا هي التي دفعت

¹ - عبد الحميد عبد الفتاح، المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1425هـ/2004م)، بحث رقم 66، ص 85.

² - محسن أحمد، الخضيرى، البنوك الإسلامية، (إترك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1416هـ/1995م)، الطبعة الثانية، ص: 17.

³ - شعاشعية، لخضر، "الجوانب القانونية لتأسيس البنوك الإسلامية"، مجلة الباحث، العدد الخامس، 2007، جامعة ورقلة، ص: 167-

بوفيس فينست رئيس مجلة Challenges إلى الكتابة في افتتاحية الجريدة في 11 أيلول /سبتمبر 2008، مقالا بعنوان : "البابا أوالقرآن"، جاء فيه: «أظن أننا بحاجة أكثر في هذه الأزمة إلى قراءة القرآن، لفهم ما يحدث بنا وبمصارفنا، لأنه لو حاول القائمون على مصارفنا احترام ما ورد في القرآن من أحكام وتعاليم وطبّقوها، ما حل بنا ما حل من كوارث وأزمات، وما وصل بنا الحال إلى هذا الوضع المزري، لأن النقود لا تلد النقود».¹

ثانيا: المبادئ الأساسية للبنوك الإسلامية

تعمل البنوك الإسلامية وفق مبادئ عدة لأجل تحقيق أهداف متعددة، ومن المبادئ الأساسية للبنوك الإسلامية ما يلي:²

- 1) تلاؤم وتوافق فلسفة نظام عمل الجهاز التنموي مع القيم الروحية للمتعاملين معه.
 - 2) كسب ثقة المواطنين من كل الفئات والاتجاهات، ويتم ذلك عن طريق مصالحهم الذاتية.
 - 3) تعميق الإحساس بتحمل المسؤولية والاعتماد على النفس.
 - 4) إدراك التشابك بين المشكلات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسلوكية والتعامل معها من خلال ذلك بالإدراك.
 - 5) تجنب المركزية في الإدارة تحاشيا لتعقيدات الروتين والبيروقراطية والسلبية.
 - 6) تنمية الانتماء المحلي وتعميقه.
 - 7) عدم التعارض مع الأجهزة القائمة أو منافستها بما قد يؤثر على نشاطها التجاري.
 - 8) إعمال الرقابة المستندة إلى المصلحة على كل ممارسات الجهاز.
- وتسعى هذه البنوك إلى أداء هذه الأمانة -تطبيق مبادئها- وإلى تحقيق العديد من الأهداف أهمها:³
- أ) إيجاد البديل الإسلامي لكافة المعاملات المصرفية التي يحتاج إليها المسلم في نشاطه اليومي، التجاري والصناعي والزراعي، إلى غير ذلك، ورفع الحرج عن المسلمين في المعاملات المصرفية اليومية.
 - ب) تنمية الوعي الإدخاري بشتى السبل ولدى مختلف فئات المجتمع، ومكافحة الاكتناز.
 - ج) تشجيع الاستثمار، بإيجاد الفرص الملائمة وخلق الآليات والأدوات التي تلي احتياجات المستثمرين من الأفراد والشركات والمؤسسات.
 - د) توفير رؤوس الأموال اللازمة لأصحاب الأعمال من أفراد وشركات ومؤسسات. ويقوم المصرف الإسلامي بكل أساسيات العمل المصرفي المتطور متبعا أحدث الطرق والأساليب الفنية، لتسهيل، التبادل التجاري

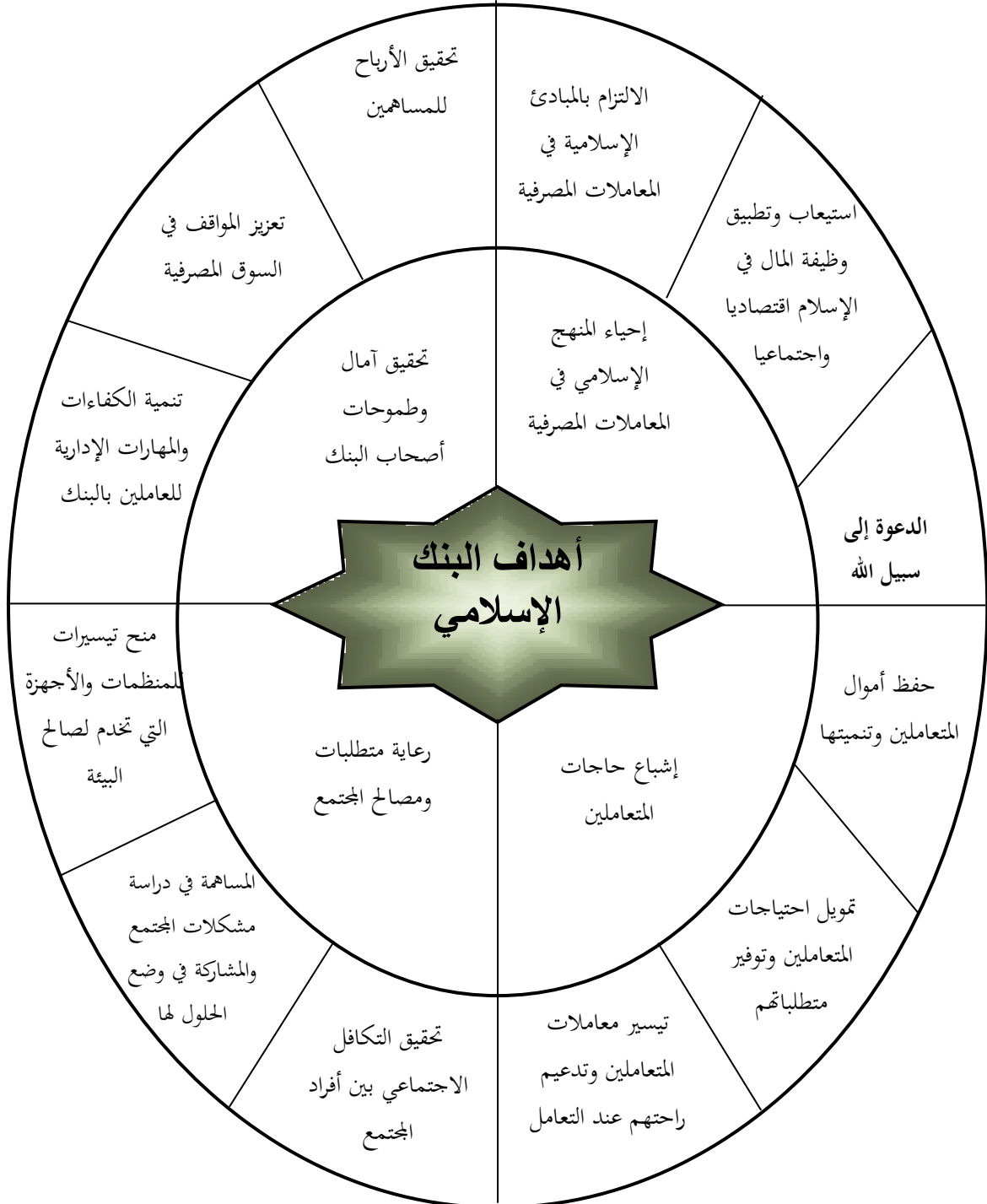
¹ - عبد المجيد، قدي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، بحث اقتصادية عربية، العدد 46، ربيع 2009، دون بلد نشر، ص: 07-28.

² - عبد الحافظ، الصاوي، "اندماج المصارف الإسلامية في عصر العولمة"، دراسات اقتصادية، العدد التاسع (09)، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، 2006، ص: 21-35.

³ - أحمد محمد، علي، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، (المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1422هـ)، ص: 11-12.

وتنشيط الاستثمار، وتعبئة الموارد المحلية، ودفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية بما لا يتنافى مع الضوابط الشرعية. والشكل الموالي يوضح أهداف البنك الإسلامي كاملة.

الشكل رقم(15): أهداف البنك الاسلامي



المصدر: عبد الحميد عبد الفتاح، المغربي، مرجع سابق، ص 89.

الفرع الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية للمصارف الإسلامية

تعلم الصكوك الإسلامية دوراً أساسياً في نشاط المصارف الإسلامية، ويمكن استشفاف ذلك من جانبين على سبيل المثال لا الحصر وهذان الجانبان هما: إدارة مشاكل السيولة وكذا تمويل الاستثمار طويل الأجل.

أولاً: إدارة مشاكل السيولة في المصارف الإسلامية

تنشأ مشكلة إدارة السيولة أصلاً من حقيقة أن هناك مفاضلة بين السيولة والربحية، وأن هناك تبايناً بين عرض الأصول السائلة والطلب عليها، وبينما لا يستطيع المصرف السيطرة على مصادر أمواله من الودائع، يمكنه السيطرة على استخدام هذه الأموال، وعلى ذلك، فإن هناك أولوية تعطى لموقف السيولة عند توظيف الموارد.¹ وتنقسم مشكلة السيولة التي تواجه المصارف الإسلامية إلى شقين: إدارة فائض السيولة، ونقص السيولة فالمصارف التقليدية تستطيع أن توظف فائض السيولة لديها وذلك من خلال تقديم القروض البنينة لليلة واحدة أو أكثر، أو من خلال الأسواق النقدية التي تتوفر فيها أدوات نقدية تلائم طبيعة عمل تلك المصارف.

أما في حالة المصارف الإسلامية فإن الأمر يختلف تماماً، فإن القروض بفوائد لا تجوز لا خطأ ولا عطاءاً لذلك لا تستطيع هذه المصارف توظيف الفوائض لديها بهذه الطريقة كما أنها لا تستطيع توظيفها في الأسواق النقدية، لأن الأدوات في هذه الأسواق تعتمد على الفائدة المحرمة شرعاً.

من هنا تبرز الحاجة إلى أدوات مالية إسلامية تستطيع المصارف الإسلامية من خلالها أن توظف الفائض لديها وفي نفس الوقت تبقى إمكانية تسيلها قائمة وبأقل تكلفة. لذلك فإن الصكوك الإسلامية تقدم البديل المناسب لهذه المصارف، وحتى تستطيع هذه الأدوات القيام بدورها لا بد من وجود سوق ثانوية للأوراق المالية الإسلامية فكما هو معروف يزدهر العمل المصرفي بوجود أسواق مالية ثانوية ليتم من خلالها الاستثمار في أصول مالية قصيرة الأجل جداً. والتي تستطيع أن تحولها إلى نقد سائل بسرعة كبيرة، وتكلفة تحويلية ضئيلة، كما أن هذه الأدوات المالية الإسلامية تشكل الأساس الذي يمكن أن تقوم عليه سوق نقدية إسلامية.²

كما باستطاعة المصارف الإسلامية إيجاد حلول للفائض المالي لديها، أن تضغط على البنوك المركزية لإصدار صكوك إسلامية تستفيد منها المصارف الإسلامية في:³

- استثمار أموال المصارف في استثمارات حقيقية في تمويل البنية التحتية.
- التخفيف من الضغوط على تحويل العملة المحلية إلى أجنبية.
- إيجاد التوازن العادل بين المصارف الإسلامية والبنوك التقليدية.

¹ طارق الله، خان وحبيب، أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1423هـ/2003م)، ورقة مناسبات رقم (05)، ص 43.

² - زاهر، بني عامر، "الأدوات الاستثمارية في المصارف الإسلامية"، مجلة اتحاد المصارف العربية، يونيو (جوان)، 2013، العدد 391، دون بلد نشر، ص 30.

³ - محمد علي، سميران، "وجهة نظر حول المصارف الإسلامية (المشاكل والمعوقات والطموحات والرؤية المستقبلية)"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية والمعقد في المعهد العالمي للدراسات الإسلامية/ جامعة آل البيت، الفترة 5-6/4/2011، ص 06.

- الحد من المخاطر التي قد تواجهها المصارف الإسلامية وبالتالي تأثر القطاع المصرفي بها.

أما بالنسبة لمشكلة نقص السيولة فإن المصارف الإسلامية تتعرض لها بسبب اختلاف طبيعة عمل المصارف الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، حيث تنشأ أزمة السيولة من أن المصرف لا يستطيع في إطار المشاركة في الربح والخسارة أن يسترد تمويله ما لم يصل المشروع إلى مرحلة الإثمار الناجح، وذلك أمر بديهي لأن الاستثمار يكون على شكل أصول عينية يصعب تسيلها بسرعة، ولكن في حالة تصكيك هذه الاستثمارات فإنه يمكن بيع هذه الأدوات في السوق الثانوية والحصول على السيولة اللازمة.¹

ثانيا: دور الصكوك الإسلامية في تشجيع الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

يعد الاستثمار محور نشاط البنك الإسلامي، إذ أنه المصدر الرئيسي لتوليد إيراداته كما أنه الأداة التي تعكس مساهمته في الجهد الإنمائي للمجتمع، والاستثمار الإسلامي يعد استثمارا حقيقيا لأن محل التعامل أصول وموجودات حقيقية Tongibll Assets، وليس مجرد أصول مالية، فكل وحدة مالية يبثها البنك الإسلامي في المجتمع يقابلها سلع وخدمات تتحرك محققة قيمة مضافة حقيقية، فالاستثمار الإسلامي يرتبط ارتباطا وثيقا بطبيعة النشاط أو الأصل الممول.²

ورغم أن المصارف الإسلامية قد حققت نجاحا في إيجاد البديل المصرفي الإسلامي، إلا أنها في مجال استخدام هذه الأموال قد ركزت على التمويل قصير الأجل الذي برز من خلال ارتفاع نسبية المراجحات التي تجريها المصارف الإسلامية، والتي انصرفت غالبا إلى قطاع التجارة وذلك على حساب الصيغ التمويلية الأخرى كالمشاركات والمضاربات.

وأشكال التمويل التي تقدمها البنوك الإسلامية هي في معظمها أشكال العوائد الثابتة والإجارة والتي هي أيضا ذات مستوى مخاطرة أقل، بالرغم من أن ذلك يشير إلى مرونة وتكيف العمل المصرفي مع متغيرات البيئة التي يعمل فيها، إلا أنه يعد انحرافا في مسيرة العمل المصرفي عما كان متوقعا له. ولمعالجة هذا الخلل وإعادة التوازن إلى نشاطات البنوك الإسلامية لا بد من إحداث تغيير في أساليب التمويل التي يمكن أن تستخدمها هذه البنوك.

ويمكن للصكوك الإسلامية أن تقدم تمويلا طويلا ومتوسط الأجل، حيث يمكن للمصارف الإسلامية أن تعيد التوازن لاستثماراتها من خلال توظيف الأموال المودعة لديها في صكوك استثمارية طويلة الأجل، فليس من الضروري أن تقوم المصارف بعمليات الاستثمار المباشر لهذه الأموال. إن وجود الأدوات الاستثمارية الإسلامية ووجود مؤسسات متخصصة في استثمارها سوف يخفف عن المصارف الإسلامية تكاليف دراسات الجدوى والترتيبات الأولية للمشروعات، كما يمكن لهذه الصكوك أن تخفف عبء متابعة المشروع وإدارته طالما أن هناك جهة تتولى توظيف هذه الأموال وإدارتها ومتابعتها.³

1 - زاهرة، بني عامر، "الأدوات الاستثمارية في المصارف الإسلامية"، مرجع سابق، ص30.

2 - عبد الحميد عبد الفتاح، المغربي، مرجع سابق، ص ص: 92-93.

3 - المرجع السابق، ص30.

المطلب الثاني: الصكوك الإسلامية والمستثمرين

الفرع الأول: المستثمر وقرار الاستثمار

أولاً: مفهوم المستثمر

يتمثل المستثمر (المشتري) في البنك أو المؤسسة المالية المحلية أو العالمية التي تقوم بشراء الأصول المدرة للدخل من المالك الأصلي لها¹. أما الاستثمار فيقصد به توظيف الأموال للحصول على الأرباح². ويمكن تقسيم المستثمرين إلى قسمين: قسم مسالم لا يجب المخاطرة وقسم مغامر، فالأول يتطلع دوماً إلى استثمارات تخلو من المخاطر أو أنها تكون في حدودها الدنيا على الأقل كاستثمار في الإيجار، أما المغامر فإنه على استعداد لتحمل نتائج المخاطرة، لذلك نجده يسعى إلى تحقيق نسب عالية من الأرباح لتغطية عنصر المخاطرة، وذلك شأن شركات التنقيب عن النفط مثلاً، وقد يحجم عن الإقدام إذا علم بضخامة حجم المخاطر المحيطة باستثماره³، لذلك فالإسلام يقبل بالربح كعائد للملكية فقط (رأس المال)، ولا يقبل بالفائدة الربوية بأي شكل من الأشكال⁴.

وتتنوع تفضيلات المستثمرين في الأسواق المالية حسب درجة العوائد المطلوبة، ودرجة المخاطر المقبولة ومقارنة بالأسهم ذات المخاطر المرتفعة والعوائد المتغيرة والسندات التقليدية غير المقبولة شرعاً⁵، مما يؤدي إلى التأثير على قرار المستثمر.

ثانياً: قرار الاستثمار:

إن قرار الاستثمار هو من القرارات الهامة التي تواجه أي مستثمر كان فراداً أو إدارة نظراً لارتباط نجاح هذه الاستثمارات بسمعة الشركة المستثمرة على المدى المنظور أو البعيد، وإن أي خطأ في مضمون أو توقيت قرار الاستثمار قد يؤدي إلى مشاكل مالية من الممكن أن تكون نتيجتها إفلاس الشركة وخروجها من السوق⁶. وإذا كان صاحب المال أمام خيارين: الأول استثمار أمواله، والثاني صرفها واستهلاكها، فإنه ولا شك سيختار الأول، ولا شك أنه سيستعين بهذه الصكوك الإسلامية، لا سيما وأن المستثمر المسلم لا يعتبر أن تحقيق أقصى ربح هو الهدف النهائي والوحيد من تشغيل أمواله، ذلك أن الكثير من المستثمرين يبتغون مرضاة الله

1 - عجيل جاسم، النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر، ص 11.

2 - هشام أحمد، عبد الحي، مرجع سابق، ص 25.

3 - سامر مظهر، قنطجني، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية بديلاً عن مؤشر الفائدة، (مؤسسة الرسالة ناشرون، دون بلد نشر 2003)، ص 07.

4 - المرجع السابق، ص 07.

5 - محمد عمر، جاسر، "تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، السنة 21، المجلد 21، العدد 01- كانون الثاني (يناير، 2013)، ص ص: 42-46.

6 - سامر مظهر، قنطجني، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية بديلاً عن مؤشر الفائدة، مرجع سابق، ص 06.

- سبحانه وتعالى- في الدنيا والآخرة، مما يجعلهم يقبلون على استثمار أموالهم ومدخراتهم في مجالات تحقق لهم معدلات لا بأس بها من الربح.¹

أي أن المستثمر يحاول أن يختار أحسن الأدوات المالية التي تمكنه من المقارنة بين العوائد والمخاطر بدقة مما يتيح له اتخاذ أفضل قرار استثماري، كون الخصائص النوعية المرغوبة في الصكوك توفر:²

- معالجة مسألة السيولة في المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن الودائع قصيرة الأجل ومعظم عمليات التمويل تتم لفترة متوسطة إلى طويلة الأجل والذي يعرف بالمواءمة (Matching).
- طلب المستثمرين لأصول سائلة قصيرة الأجل.
- ذات عائد ثابت ومرتبطة بالسوق Market-tinked return.
- مخاطر متدنية low risks.
- سيولة معقولة reasonable liquidity.
- وقبل ذلك كله متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الثاني: فوائد الصكوك الإسلامية للمستثمرين

تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين في الجوانب الآتية:³

- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.
- تتميز أداة التصكيك بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر High Credit Quality حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني Credit en hancement وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة originator إلى الشركة ذات الأغراض الخاصة SPV في هيكل عملية التصكيك يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.
- تعطي الصكوك عوائد أعلى مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى (الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة).
- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها Predictable cash flow.

¹ - قيصر عبد الكريم، الهيتي، مرجع سابق، ص 254.

² - محمد عمر، جاسر، "تجارب إصدار الصكوك في الدول المتخلفة"، مرجع سابق، ص: 42-46.

³ - فتح الرحمن علي محمد، صالح، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية"، مرجع سابق، ص 08.

- توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مريحة portfolio diversification أي يمكن التنويع في صكوك المستثمر من تكوين محفظة استثمارية إيرادية ذات مخاطر قليلة وذات تنوع كبير ميسر.¹

المطلب الثالث: الصكوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية والمدخرين الفرع الأول: الصكوك الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية

نقصد بالمؤسسات المالية الإسلامية جميع الشركات والمؤسسات الإسلامية التي تعمل في نطاق المال والمؤسسات الاقتصادية، وذلك باستثناء المصارف الإسلامية، ومن أمثلة هذه المؤسسات المالية الإسلامية، شركة الاستثمار أو التمويل، أو التأجير أو شركات التأمين،

ويتيح وجود الأوراق المالية (الصكوك) للمؤسسات المالية المجال لإدارة سيولتها بكفاءة عالية وذلك نتيجة لما يلي:²

- تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة للاستثمار.
 - تنوع آجال الاستثمار.
 - تجنب عدم التوافق بين استحقاقات الموجودات والمطلوبات.
 - يساعد التصكيك الإسلامي المؤسسات المالية الإسلامية على استغلال السيولة الفائضة وبالتالي المنافسة في الأسواق المحلية والدولية.
- كما يرى آخرون أن الصكوك الإسلامية يمكن أن تعطي للمؤسسات المالية الإسلامية واحدة أو أكثر من المنافع التالية:³

(1) زيادة السيولة؛ حيث إن موجودا غير قابل نسبيا للتسييل يتحول بسرعة إلى سيولة كالموجود الذي يملكه مؤجر في عقدة الإجارة أو عقد الإجارة المنتهية بالتملك إذ يتم تحويله إلى نقد يدفعه المستثمرون في الصكوك.

(2) تنويع مصادر التمويل وتوسيع قادة المستثمرين وتجميع رؤوس الأموال اللازمة لتمويل التوسع في النشاط والحصول على أصول جديدة تعمل على المواءمة بين آجال الأصول والالتزامات للحد من المخاطر.

(3) تخفيض متطلبات رأس المال، فإن عملية التصكيك يمكن أن تسمح للمؤسسة المالية الإسلامية استبعاد موجودات الصكوك.

¹ - منذر، قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، ورقة مقدمة للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت 2-4 تشرين الثاني (نوفمبر) 1998، ص15.

² - عبد القادر، زيتوني، "التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان-الأردن، 1-2-ديسمبر 2010، ص 06.

³ - عجيل جاسم، النشمي، مرجع سابق، ص10.

4) التعزيز الائتماني في التصكيك وهو ترتيب تعاقدية حيث تحتفظ المؤسسة المالية الإسلامية أو تتحمل جزءاً من التعرض لمخاطر التصكيك، وبالتالي توفر درجة معينة من الحماية الإضافية للأطراف الأخرى ويجب إعطاء عناية خاصة للتأكد من أن أي تعزيز ائتماني يكون متفقاً مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها ويظهر من هذه الدوافع فوائد عديدة تعود لجميع الأطراف المشاركة في عملية التوريق التقليدي أو التصكيك الإسلامي.

5) كما شكلت الصكوك الإسلامية أو صكوك الاستثمار حلاً ناجحاً لحشد الأموال في المشروعات التي تفوق طاقة المؤسسة المالية لوحدها، أو للحصول على تمويل للمؤسسة نفسها من خلال بيع أصولها العينية (التوريق Securitization).¹

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية وأهميتها للمدخرين

تتميز الصكوك الإسلامية بقدرتها على تجميع وتعبئة المدخرات من مختلف الفئات وذلك لتنوع آجالها ما بين قصير، متوسط وطويل وتنوع فئاتها من حيث قيمتها المالية وتنوع أغراضها وكذا تنوعها من حيث طريقة الحصول على العائد، ومن حيث سيولتها المستمدة من إمكانية تداولها في السوق الثانوية من عدمه، إضافة إلى تلك المميزات تتمتع الصكوك الإسلامية بأنها لا تتعرض لمخاطر التضخم، بل تتأثر بالتضخم إيجاباً، لأن هذه الصكوك تمثل أصولاً حقيقية في شكل أعيان وخدمات ترتفع أسعارها بارتفاع المستوى العام للأسعار مما يؤدي إلى ارتفاع عائدات الصكوك الممثلة لتلك الأصول (أعيان وخدمات).²

وكما هو الحال في أي نظام آخر فإن المدخرين في النظام الإسلامي لديهم تفضيل للسيولة بدرجة أو بأخرى. ويقدر ما يستطيع المدخرين، إذا دعت الضرورة، بيع أوراقهم المالية بسرعة وبتكلفة منخفضة، ستزداد رغبتهم في تخصيص نسبة أكبر من مدخراتهم لأدوات طويلة الأجل.³

وعن طريق الصكوك الإسلامية يتم تعبئة المدخرات المالية الموجودة بين أيدي الأفراد والتي هي عاطلة عن القيام بوظيفتها الاقتصادية ودورها التنموي، مما يؤدي إلى استثمارها في المجالات الزراعية والصناعية والتجارية والتي تعبر عن مدى التقدم والتخلف في البلاد.⁴

كذلك فتتنوع صور الصكوك الإسلامية (كتعدد صور صكوك الإجارة) يتيح لكل من المدخرين من جهة والمؤسسة الاستثمارية من جهة أخرى اختيار الصيغة التي تتناسب مع ظروف كل منهما بما يساعد على ظهور

1 - عبد الستار، القطان، "البدائل المشروعة لتداول الديون"، ورقة عمل مقدمة إلى: المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في الفترة 3-4 أكتوبر 2004، مملكة البحرين، ص 03.

2 - شرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية - التجريبتين الماليزية والسودانية أنموذجاً -"، مرجع سابق، ص 13.

3 - ضياء، مجيد، البورصات - أسواق المال وأدواتهما الأسهم والسندات، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2008)، ص 105.

4 - عبد الحليم، الجورية، مرجع سابق، ص 06.

صور عديدة لصكوك الإجارة في سوق الأوراق المالية، ويزيد فرص الاختيار أمام المدخرين، ويوسع من دائرة الإصدار من وجهة نظر المستفيد من التمويل.¹

ونظرا لما تتمتع به الصكوك الإسلامية من خصائص فهي تلائم المدخرين كونها منفذا لعرض مدخراتهم وذلك من خلال ما يلي:²

1) خاصية تملك الأصول: فنشاط التصكيك يتيح للمدخر فرصة لتملك أصول طوال فترة المشروع، إذ ينتج عنه صكوك تصدرها جهة مالكة لأصول مالية (أعيانا كانت أو منافع) ترغب في بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الصكوك، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في هذه الأصول بعد شرائها، أو يصدر عن الجهة الراغبة في الاستثمار حصيلة هذه الصكوك، ولهذا الأمر أثر بالغ الأهمية على القرار الإدخاري للفرد، فشعور التملك شعور فطري محب للإنسان يدفع الفرد إلى التضحية بما يملكه من موارد خصوصا إذا كانت المنفعة وراء ذلك التملك معقولة، زد على ذلك أن الأصل أفضل من النقد، فحتى مع مرور الزمن وتحت أثر التضخم فإن قيمة الأصل ومنفعته تكون في العادة أكبر من منفعة النقد في ذاته. هذا وإن من الشواهد ما يشير إلى أنه كلما اتسعت قاعدة الملكيات الفردية كلما أتيحت في المجتمع فرص الاختيار والبدايل في مجالات العمل والإنتاج والاستثمار، وهي كلها مجالات محفزة للإدخار ودافعة إليه كونها مجالات تولد مداخيل إضافية. ليس هذا وحسب بل إن في هذه الخاصة دفع قوي لتكوين شخصية استثمارية. وفي كل ما سبق تحرير للفرد المدخر من نزعة السلبية التي يتسم بها المودع الذي يودع ماله انتظارا للفائدة.

2) خاصية قابلية التسييل: فمن الخصائص التي استجمعت بها أداة التصكيك قوتها وفعاليتها قابليتها للتسييل فالصكوك كونها حصة مالية شائعة في صافي أصول مشروع معين فإن لها قابلية التعامل بيعا وشراء ما يعني إمكانية تحويلها إلى نقود عند الطلب. وعلاوة على ذلك فقد يتمكن الفرد المدخر من الحصول على ربح إضافي، عند بيعه للصك خارج الربح الذي يحصل عليه من النشاط الاستثماري وهذا مالا يتوفر عادة في الوديعة. إن خاصية التسييل التي تتيحها آلية التصكيك لها من المزايا ما يجعلها بحق من معايير كفاءة تعبئة المدخرات، فهي تتيح للمدخر سهولة في استرجاع مدخراته عند الاقتضاء بالحجم المتبقي وفي الوقت المراد، هذا إضافة إلى أنها توفر نوعا من الأمان والحماية لرأس المال المدخر.

3) قدرة المحافظة على رأس المال: قد علمنا مما سبق أن آلية التصكيك تسمح للفرد بالمشاركة في بناء أصول استثمارية إنتاجية مع الغير فتجعله بذلك مدخرا ومستثمرا في الوقت ذاته، وإذ الأمر كذلك فإن مما أكدت عليه الوقائع وفي ظل الأوضاع التضخمية أن الاستثمار بالمشاركة يتيح زيادة في قيمة الأصول (حيث تستفيد الأصول

¹ - المرجع السابق، ص 134.

² - عبد القادر، زيتوني، "التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر" مداخلة مقدمة إلى المنتدى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي

8 و 9 ديسمبر 2013، ص ص: 16-18.

عادة من ارتفاع الاسعار)، والعائدات (إذ يتحصل الفرد المستثمر على جزء من الأرباح التضخمية العالية وبالتالي يكون العائد الحقيقي على الاستثمار أكبر) قد تلغي آثار التضخم إن لم تستفد منه.

4) ملاءمة الحجم والفترة: فالصيغة الإدخارية لتلك الصكوك تسمح بإصدارها بقيم وفترات مختلفة، وذلك يجعل بالامكان تسويق الصكوك ذات الفئات القليلة بين صغار المدخرين، كما يمكن ذلك المدخر من أن ينوع استثماراته بين صكوك مختلف المصارف. وأما اختلاف فتراتها فيعطي مجالات إضافية لتنويع التوظيف للمدخرات عبر البعد الزمني، كما يمكن المدخر من التوفيق بين احتياجاته من السيولة وحسن توظيفه لمدخراته. ولاشك أن الصكوك بهاتين الخاصيتين سيكون لها قابلية عالية جدًا للتسويق مما يجعلها أداة جيدة لجذب المدخرات.

5) المشاركة في الربح بدل الاكتفاء بالفائدة: إنطلاقاً من النتيجة التي توصل إليها بعض الاقتصاديين وهي أن الاتجاه العام في المدى الطويل في سوق رأسمالية حرة هو أن تلحق معدلات الفائدة بمعدلات العائد وليس العكس. فإذا كان الأمر كذلك فإن ثمة سؤال نطرحه وهو إذا توفرت لدى أي رجل أعمال مبالغ من النقود ومنح الاختيار بين أمرين: أن يوسع أعماله القائمة (إذا كانت الظروف مناسبة) أو يقرضها بفائدة محددة فماذا سيكون قراره؟، إنه طبعاً يفضل استثمارها بل ويقترض المزيد من الأموال طالما أن عائد الربح المتوقع أكبر من سعر الفائدة أو يساويه، وإذا ماتوفرت لديه أموال فإنه يوظفها في استثمارات مالية قصيرة الأجل سرعان ما يحوّلها في أول فرصة إلى استثمار حقيقي. هذه هي عقلية رجل الأعمال، يتحمل المخاطرة ويستمتع بالارباح ولعلّ هذا يدخل ضمن مقاصد التشريع الإلهي حين حرّم الفائدة المصرفية لأنها في الحقيقة تعني بجنس استعمال أموال الناس دون إشراكهم في نمائها الحقيقي وعدم توزيع المخاطر على الطرفين. المشكلة إذن تكمن في أن المرابين من أصحاب الثروات يخوفون أصحاب الدخول المحدودة من مخاطر محتملة للدخول في أنواع المشاركة لئلا يتمكنوا من استعمال أموالهم في استثمارات يني أرباحها الحقيقية رجال الأعمال. وبعبارة أخرى ظلم المقترض للمقرض. أما ظلم المقرض للمقرض فيمكن في تحديد العائد المسبق دون المساهمة في تحمل جزء من المخاطر. إن توقف المدخرين عن الإيداع بفوائد معناه عدم حصول المستثمرين على الأموال اللازمة. كما أن مشاركة أصحاب الودائع في الأرباح الحقيقية أمر لا يرحب به المستثمرون، ولو أن أصحاب رؤوس الأموال الكبيرة يعتقدون بأن إيداع أموالهم في البنوك بفوائد خير لهم من استثمارها في الإنتاج لما تردّدوا في ذلك.

يتّضح مما سبق بيانه أن آلية التصكيك أفضل من الوديعة كأداة لجذب المدخرات لكونها تقوم على قاعدة الربح بدلا من الفائدة المصرفية.

المطلب الرابع: الصكوك الإسلامية والحكومة

إضافة إلى الأهمية الاقتصادية التي تؤدّيها الصكوك الإسلامية في مجال التنمية وتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة تلعب أدواراً أخرى في تمويل الاحتياجات التمويلية للحكومة كأحد المتعاملين بهذه الصكوك.

الفرع الأول: الواقع التمويلي للحكومة

سوف نتعرف على هذا الواقع من خلال تحديد الأنشطة التي تقوم بها الحكومة ومصادر تمويلها، ويكمن الخلل المطلوب علاجه بالأدوات المالية الحكومية، وإذا نظرنا إلى هذا الواقع من زاوية التنظيم المالي والإداري نجد أن الحكومة تنظم أعمالها المالية من خلال الموازنة العامة للدولة والتي تعدها سنويا في صورة قائمة بالموارد والنفقات العامة المقدرة عن سنة مالية مقبلة معتمدة من السلطة التشريعية، ولقد أسفر التطور السياسي والاقتصادي والمالي في الدولة عن تقسيم الوحدات الحكومية، وبالتالي تقسيم المال العام إلى عدة أقسام هي:¹

أ- الجهات الحكومية التي تقدم خدماتها مجانا أو بمقابل رمزي لا يغطي التكلفة، ومصدر التمويل الأساسي فيها الإيرادات السيادية ثم إيرادات ممتلكات الدولة ويطلق عليها محاسيبا الأموال الحكومية وتعد عنها الموازنة العامة للدولة، وهذه هي التي يظهر فيها العجز الحكومي بصورته الأساسية.

ب- الجهات الحكومية التي تقدم خدمات عامة للمواطنين بطريقة اقتصادية أي تبيع لهم هذه الخدمات والسلع بأسعار تغطي التكلفة وتحقق ربحا، ومصدر التمويل الأساسي فيها مقابل ما تحصل عليه من تقديمها لخدماتها للمواطنين ويطلق عليها محاسيبا (أموال الملكية) وتعد عنها موازنات مستقلة عن الموازنة العامة للدولة وتقتصر علاقتها بالموازنة العامة على أساس استحقاق الحكومة لجزء من الفائض في موازنات هذه الجهة يضاف إلى موارد الموازنة العامة للدولة، وتمويل العجز فيها إن وجد من الموازنة العامة للدولة في صورة قروض ترد (في العادة تتراكم ولا ترد).

ج- أموال تحت الإدارة الحكومية، والتي تسلم للحكومة في صورة أمانة أو وكالة لإدارتها لحساب أصحابها ومن أمثلتها أموال التأمينات والمعاشات وأموال الوقف، وهي تقوم على التمويل الذاتي بل إن الحكومة تحصل على بعضها لتمويل العجز الكلي في موازاتها.

د- القطاع العام الاقتصادي، ويتمثل في الشركات والمؤسسات الاقتصادية المملوكة ملكية عامة، والتي بدأت الكثير من الدول في خصخصتها، وعلاقتها بالتمويل الحكومي من خلال الموازنة العامة تتمثل في استحقاق الدولة لجزء من فائضها (صافي الربح) مقابل الملكية والإدارة، إلى جانب إقراضها من الموازنة العامة في حالة العجز إن وجد.

فالحكومات المعاصرة تحتاج إلى أوراق مالية ذات استقرار في أسعارها لتستعملها في سياستها النقدية التي تهدف إلى تنظيم كمية النقود الموجودة في أيدي الناس، بحيث تستطيع أن تبيع هذه الأوراق عندما ترغب الحكومة بتقليل كمية النقود في السوق، أو شراءها عندما ترغب بزيادة تلك الكمية، وقلما تستطيع الحكومات استعمال أسهم شركات المساهمة في هذا المجال بسبب التغيرات الكبيرة التي تطرأ على أسعار الأسهم في الأسواق المالية.²

¹ - محمد عبد الحليم، عمر، "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، ورقة مقدمة إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي يعقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000، بالإسكندرية، ص: 04-05 بتصرف.

² - منذر، قحف، "الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة"، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشرة المنعقدة في مدينة الرياض، 21 إلى 27 سبتمبر 2000، ص 54.

الفرع الثاني: أهداف إصدار الصكوك الإسلامية من طرف الحكومة

يمكن أن تحقق الدولة من إصدارها لهذه الصكوك الأهداف التالية:¹

- تمويل الدولة لمواجهة مصاريف المشاريع التنموية والبنية التحتية.
- توزيع وزيادة موارد الدولة.
- استقطاب الأموال الموجودة خارج الجهاز المصرفي.
- إدارة السيولة داخل الإقتصاد الوطني.

فضلا عن دور الصكوك الإسلامية كأداة مالية لتوفير الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها، هناك نقطة مهمة وهي دور الصكوك الحكومية في طرح أداة مالية إسلامية، تكون أساسا لحساب تكلفة الفرصة البديلة (الضائعة) وليس سعر الاقتراض الربوي، حيث أن السندات تكرر معدل الفائدة على السندات الحكومية باعتباره نفقة الفرصة البديلة للسيولة النقدية في أدنى المخاطرة وعليه تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في النظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة الضائعة في النظام المالي الإسلامي. وهو ما يوفر تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلا في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية.

يضاف إلى ذلك الحاجات التمويلية لبناء بعض المشاريع الكبيرة وبخاصة مشاريع البنية التحتية كالجسور والطرق الكبيرة والمطارات ومحطات السكك الحديدية وشبكات الاتصال مما يمكن تمويله بصكوك التأجير.²

ويمكن كذلك إصدار صكوك التأجير لتمويل إقامة المشروعات ذات النفع العام، التي لا ترغب الحكومة في إقامتها على أساس الربح، لمصلحة عامة تراها، نحو تمويل بناء الجسور والمطارات والطرق، والسدود، وسائر مشروعات البنية التحتية الصماء. وفي هذه الحالة تكون الحكومة هي المستأجر، من أصحاب الصكوك الذين يكونون هم المالكين لهذه الأعيان المؤجرة للدولة، ثم تقوم الحكومة-بصفتها مستأجرا- بإباحة الطريق لسير السيارات، والجسر للعابرين عليه، وباستعمال السد لحجز المياه، وتخزينها، وتوزيعها على المزارعين وسائر السكان.³

كما تعتبر صكوك المشاركة الصيغة المفضلة في التمويل متوسط أو طويل الأجل وذلك لأنها تتغلب على مشكلة انخفاض قيمة العملة وخصوصا في البلدان التي تعاني من انخفاض قيمة عملاتها مقابل العملات الصعبة باستمرار.⁴

¹ - سليمان، ناصر وريبعة، بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية - دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، مرجع سابق، ص: 5-6.

² - منذر، قحف، "الإجارة المنتهية بالتملك وصكوك الأعيان المؤجرة"، مرجع سابق، ص: 54.

³ - المرجع السابق، ص: 62.

⁴ - ربيعة، بن زيد، "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعه قاصدي مباح- ورقلة، 2011-2012، ص: 61.

المبحث الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

ترتبط كفاءة سوق رأس المال بصفة عامة بمدى قدرته على تخصيص الموارد تخصيصاً أمثلاً، وسوق رأس المال الإسلامي بإمكانه تحقيق ذلك مادام يحوي أوراق مالية - الصكوك الإسلامية - تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، وتتميز بالتنوع والتعدد مما يجعل من الممكن المساهمة - على الأقل - في تحقيق كفاءة سوق رأس المال الإسلامي.

المطلب الأول: كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال

أولاً: تعريف كفاءة سوق رأس المال

تستند فرضية كفاءة السوق على الاعتقاد التالي: أسعار الأصول في الأسواق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة.¹

- كما يرى FAMA أن السوق المالية الكفؤة هي: "تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأصول المالية كل المعلومات المتاحة بشكل تام".²
 - كما يرى آخرون أن "مضمون كفاءة السوق Efficient Market يعني مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية (الأسهم) بشكل كامل وسريع".³
- ويقصد بالانعكاس الكامل (Full reflect) أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويحللها وعكسها في توقعاته، وعلى أساس ذلك يتخذ قرار الشراء أو البيع، حيث أن المستثمر الرشيد (بائعاً كان أو مشترياً) يستخدم معيار العائدة والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية.⁴

ومن خلال هذه التعاريف يمكن تعريف كفاءة سوق رأس المال الإسلامي:

سوق رأس المال الإسلامي الكفاء هو ذلك السوق الذي يسمح بالتخصيص الأمثل للموارد المتاحة في ظل موجبات الشريعة الإسلامية، بحيث يكون لكل المستثمرين نفس المعلومات الكاملة عن مختلف أسعار الأسهم والصكوك الإسلامية بحيث لا يمكن لأحدهم أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية على حساب الآخر. وتجدر الإشارة إلى أن المفهوم الإسلامي لكفاءة سوق رأس المال لا يتفق تماماً مع المفهوم الغربي الذي يعطي حافز توقع الربحية العاجلة دوراً حاسماً في عملية تحريك الأموال. ذلك أن المفهوم الإسلامي لكفاءة السوق

¹ - Frédéric, Mishkin et autres, **Monnaie, banque et marchés financiers**, (pearson Education, France, 2007), 8^e Edition, p 179.

² - FAMA.E.T, "**Efficient Capital Markets: A review of Theory and Emperical work**", journal of finance, (may, 1970), p 383.

³ - أرشد فؤاد، التميمي وأسامة عزمي، سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، (دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2004) ص134.

⁴ - المرجع السابق، ص135.

المالي يحتوي - من حيث المبدأ على الأقل - على بعد اجتماعي هام ليس من السهل إغفال أثره على الدافع إلى الاستثمار من قبل أصحاب الأموال خاصة إذا افترضنا مجتمعاً إسلامياً ملتزماً يتصرف أفراده بدافع المسؤولية التضامنية تجاه مجتمعهم، وإذا كان الأمر كذلك فإن معيار الكفاءة الإسلامي لن يكون هو مجرد السرعة في تدفق المال السائل من المشاريع الأقل ربحية إلى تلك الأكثر ربحية، والواقع يدل على أن أكثر المشاريع ذات البعد الاجتماعي هي من الصنف الأول لأنها بطيئة العائد ومكلفة في المدى القريب، رغم قابليتها خلال المدى البعيد لتوليد تيارات متصلة من الدخل ومستقرة.¹

ثانياً: شروط وسمات سوق رأس المال الكفاء

- أشار الاقتصادي (Reilly) إلى بعض الشروط التي يجب توافرها في السوق المالية الفعالة ومنها:²
- (1) وجود عدد كبير من المشتركين في السوق والذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم ويعملون بشكل مستقل عن الآخر.
 - (2) قيام المستثمرين بتعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع لتعكس أثر المعلومات الجديدة والمتعلقة بالأوراق المالية. إن هذا التعديل قد يكون تاماً (Perfect).
 - أما الاقتصادي (Rozeff) فقد أشار إلى بعض الشروط الأخرى منها:³
 - (3) أن تكون كلفة المعاملات مهملة، أي تساوي صفراً.
 - (4) أن تصل كافة المعلومات المتعلقة بالسوق إلى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.
 - (5) أن يكون المستثمرين متفقيين حول مضامين المؤشرات أو البيانات.
 - (6) أن لا يكون بمقدور أي مستثمر لوحده التأثير على أسعار السوق.
- إن هذه الشروط من شأنها أن تمنح أية فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية وبالتالي فإنها تشبه الشروط الواجب توافرها في سوق المنافسة التامة السلعية، وتتوقف كفاءة سوق رأس المال على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد كون ذلك أن نجاح سوق رأس المال يتوقف على الآتي:⁴
- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق رأس المال وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كاف من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

¹ - سيف الدين إبراهيم، تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة-السعودية، العدد 1، المجلد 3، 1985، دون ترقيم.

² - فاخر عبد الستار، حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، (دار المريخ، دون بلد نشر، دون سنة نشر) ص 50.

³ - المرجع السابق، ص 51.

⁴ - محمد، الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2007)، ص ص: 90-91.

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصه ودرجة الخطر المرتبطة به بما يلي احتياجات المستثمرين.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس الكفاءة من منظور إسلامي

يقترح أحد الاقتصاديين بعض الخصائص التي يجب أن تتصف بها الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفاعلية ومنها:¹

(1) تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وذلك حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.

(2) استناد القيمة السوقية على توقعات المدى البعيد، بدلا من تقلبات المدى القريب، وفي ذلك تقليل لالتجاهات المضاربة البحتة وتشجيع الاستثمارات ذات الأجل الطويل.

(3) توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين لا يجعل اهتمامهم منحصرًا على العائد النقدي المتوقع فقط، وإنما يتعداه إلى إشباع الرغبة في المشاركة الإيجابية، لانجاز الأهداف الاقتصادية للمجتمع المسلم.

إن المفهوم الإسلامي للكفاءة يأخذ بعين الاعتبار عدة مستويات يجب قياسها عند قياس الكفاءة وهذه المستويات أو المؤشرات هي:²

المؤشر الأول: المصدقية الشرعية، وفي هذا الإطار يمكن تطوير مقدار رقمي يعبر عن حجم المخالفات الشرعية المؤثرة في قطاعات السوق قياسا إلى حجمها الكلي في فترة زمنية محددة.

المؤشر الثاني: الكفاءة التجارية، بحيث يقاس فيها ربحية قطاعات السوق المالية الإسلامية.

المؤشر الثالث: الكفاءة الاقتصادية؛ بحيث يعد مقياسا يقاس فيه أثر ما تم في السوق على الإنتاج والدخل القومي والتضخم... بحيث يتم الأخذ بالاعتبار قيم ومقاصد الاقتصاد الإسلامي، فعلى سبيل المثال، فإن من قيم الاقتصاد الإسلامي: العدالة في توزيع الثروة، يمكن قياسها من خلال فحص ما تم إصداره من صكوك إسلامية

¹ - عبد الله بن محمد، الرزين، "كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقال على الرابط: <http://iefpedia.com/arab> تاريخ الاطلاع 16-04-2014.

² - رائد نصري، أبو مؤنس وخديجة، شوشان "الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، دون بلد نشر، دون سنة نشر، ص 21، على الرابط:

<http://9icief.sesric.org/presentations/Day1/Session16/299%20KHAD%C4%B0DJA%20CHOU>
CHANE%20-%20The%20technical%20and%20professional%20conditions.doc تاريخ الإطلاع: 07-

.2014-05

من حيث نوع وحجم الممتلكين، هل اقتصر على كبار المستثمرين، أم توزعت الملكية على شرائح كبيرة من المواطنين.

ومن ثم، في سبيل تحقيق كفاءة اقتصادية للسوق المالية الإسلامية ينبغي اتخاذ الإجراءات المشجعة لامتلاك الصكوك من قبل شرائح المواطنين، ومنع احتكارها من كبار المستثمرين. المؤشر الرابع: الكفاءة المهنية، وهو مقياس لمدى استجابة أطراف السوق للشروط المهنية والفنية، ومن مجمل هذه المؤشرات يمكن قياس كفاءة السوق المالية الإسلامية.

المطلب الثاني: أنواع كفاءة سوق رأس المال الإسلامي والصيغ المختلفة لها

الفرع الأول: أنواع كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

حتى يتم تخصيص الموارد المتاحة بكفاءة عالية لا بد ان تتوفر في السوق نوعين من الكفاءة هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.¹

أولاً: كفاءة التسعير

ويطلق عليها أيضاً بالكفاءة الخارجية External Efficiency ويقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من القيمة الحقيقية وذلك بأن يقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات عن الشركات بسرعة وبدون كلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق، فتكون فرصة تحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين لا يوجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادية.² وفي هذا الصدد يلعب سوق رأس المال دورين أساسيين هما:³

الدور المباشر: فإذا أخذت مؤسسات لها فرص استثمار واعدة، فإن أخبارها تصل إلى المتعاملين، وبالتالي يمكن لها أن تبيع أسهمها بسعر ملائم يؤدي إلى زيادة حصيلة الإصدار، ومنه انخفاض متوسط تكلفة الأموال، ويحدث العكس إذا لم يكن للمؤسسة فرص استثمارية واعدة، حيث تنخفض حصيلة الإصدار لديها، عند تصريف أسهمها، ومنه ارتفاع متوسط تكلفة الأموال.

الدور غير المباشر: إن إقبال المستثمرين على شراء أسهم المنشآت الجديدة (الواعدة)، يعطي ضمان أكبر للمقرضين، ومنه تستطيع هذه المؤسسات الحصول على قروض، أو إصدار صكوك.

1 - غازي فلاح، المومي، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، (دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009)، ص 143.

2 - المرجع السابق، ص 144.

3 - شوقي، بوقبة، "دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، العدد 10، سنة 2010، ص ص: 135-150.

ثانيا: كفاءة التشغيل

ترتبط هذه السمة بتكلفة المعاملات، لذا يطلق عليها بكفاءة التشغيل operational Efficiency ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شرط صفرية كلفة المعاملات. بمعنى أن الوسطاء والسماسرة وصناع السوق يعملون في بيئة تنافسية ويحققون عوائد (هامش ربح) عادية غير مبالغ فيها.¹ وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.²

وتتحقق كفاءة السوق التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق والسماسرة والوسطاء من خلال مواجهة حالات الطلب كما أن عملية تعديل السوق للمعلومات الجديدة يمكن أن يعبر عنها بمعدل العائد المتوقع المطلوب.³

وهناك من يرى أن كفاءة سوق رأس المال الإسلامي، نظرا لخصوصيتها الشرعية، يتوجب عليها تحقيق نوع ثالث من الكفاءة يمكن أن نطلق عليه اسم "الكفاءة الشرعية"، ونقصد بها قدرة السوق على التزام قواعد الشريعة الإسلامية دون تعقيد المعاملات على المتعاملين فيها، وتقاس درجة الكفاءة الشرعية مثلا بعدد المخالفات التي وقعت، ومدى سرعة اكتشافها، وما هي الإجراءات التي اتخذت تجاه مرتكبيها أو المتسببين في حدوثها بالإضافة إلى دراسة منحى تزايد أو انخفاض هذه المخالفات.⁴

إن كفاءة السوق المالية وعدالتها شرط ضروري لقيام السوق بالدور المتوقع منها في مساندة الاقتصاد الحقيقي، وعند عدم تحقق الكفاءة في السوق سيؤدي إلى حدوث العكس، أي قيام الاقتصاد الحقيقي بتعويض خسائر هذه السوق. وإن تحقيق الكفاءة في السوق المالية الإسلامية متوقف على تحقق الشروط المهنية والفنية والشرعية.⁵

1 - أرشد فؤاد، التميمي وأسامة عزمي، سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، مرجع سابق، ص141.

2 - مفتاح، صالح ومعارفي، فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)" مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010، جامعة ورقلة، ص ص: 181-194.

3 - أرشد فؤاد، التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، مرجع سابق، ص138.

4 - رائد نصري، أبو مؤنس، وخديجة شوشان، مرجع سابق، ص23.

5 - المرجع السابق، ص23.

الفرع الثاني: صيغ كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

تمثل هذه الصيغ في ثلاث فرضيات هي: فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة، وفرضية الصيغة القوية.¹

أولاً: فرضية الصيغة الضعيفة

أن تكون المعاملات التاريخية حول الأسعار منعكسة في الأسعار الحالية وبالتالي لا يمكن الاستفادة للنتبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

ومن خلال مفهوم الفرضية الضعيفة فإنه يمكن أن نستنتج خصائص ومميزات السوق الضعيف على النحو التالي:²

- (1) عدم وجود خبرات استثمارية جيدة لدى المستثمرين.
- (2) عدم وجود حجم تداول عالي، أي أن قدرة المستثمرين المالية محددة.
- (3) الشركات المتداولة في سوق رأس المال شركات تعود لعائلات وليس لعدد كبير من المساهمين أو يسيطر عليها عائلات معينة.
- (4) المستثمر يتخذ قراره في الاستثمار في هذه الشركات على أساس سمعة الشركة مما تنتجه من سلعة أو خدمة وسمعة العاملين بها.
- (5) ارتفاع نسبة التضخم.
- (6) عدم وجود رقابة على السوق المالي بشكل جيد.

ثانياً: فرضية الصيغة المتوسطة القوة

ويقصد بها تلك السوق التي يكون فيها سعر الورقة المالية يعكس تماماً جميع المعلومات المتاحة للعامة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، وذلك مثل المعلومات عن العائد أو التوزيعات أو تطوير الإنتاج أو دخول منتج جديد والتعديلات السريعة حيث تستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية.³

كما يقصد بها أيضاً أن تعكس الأسعار الحالية، إضافة إلى المعلومات التاريخية حول الأسعار، جميع المعلومات المعروفة والمتاحة حول الشركات، مثل الأرباح، وتوزيعات الأرباح، والمنتجات الجديدة والتغيرات في أنظمة المحاسبة.⁴

¹ - محمد كمال، أبو عمشة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56 صيف- خريف 2011، ص ص: 138-139.

² - غزي فلاح، المومني، مرجع سابق، ص ص: 150-151.

³ - عادل، طلبة، "دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب، البليدة، مارس 2010، ص 97.

⁴ - محمد كمال، أبو عمشة، مرجع سابق، ص ص: 138-139.

لذلك فإنه من غير المجدي للمشاركين، الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية، من تحقيق عوائد غير اعتيادية. إلا أنه تجدر الإشارة هنا إلى أنه قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات.¹

ثالثاً: فرضية الصيغة القوية

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي أن المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته وفي ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى ولو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للأسهم.²

المطلب الثالث: دور الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي الفرع الأول: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي

يمكن توضيح أهمية ودور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي فيما يلي:³

أولاً: إضافة كمية ونوعية جديدة من الأوراق المالية

يمكن أن تشكل الصكوك الإسلامية إضافة حقيقية للأسواق المالية عموماً والأسواق المالية الإسلامية خصوصاً، وما ينتج عنه من التخلص من مشكلة ضيق السواق* وضحالتها، وتمثل هذه الإضافات في:

1- 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 رأسمال هذه الشركات.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك من يرى بأن أسهم البنوك الإسلامية لا يجوز تداولها في الغالب على نقود وديون، تمثل نسبة كبيرة من استثمارات هذه البنوك، غير أن هذه المشكلة يمكن للبنوك الإسلامية تجاوزها من خلال تنويع استثماراتها بين الأنشطة الإنتاجية المختلفة وهذا ما تتيحه الصكوك الإسلامية، وذلك يتطلب من المصارف الإسلامية التوجه نحو فكرة المصارف الشاملة، والقيام -بالإضافة للوظائف التقليدية للمصارف- بأنشطة استثمارية أخرى تلائم طبيعة عملها القائم على المشاركة في الربح والخسارة، ومن أمثلة ذلك المساهمة

¹ - أرشد فؤاد، التميمي وأسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، مرجع سابق، ص 143.

² - بن عزوز، عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 58.

³ - معطى الله، خير الدين وشرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية" الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامية، جامعة قالمة يومي 03 و 04 ديسمبر 2012، ص ص: 236-262.

* - ضيق السوق: يعني أن هناك عدداً قليلاً من أوامر البيع والشراء من جهات لا تختلف كثيراً مما يؤدي إلى حجم تداول محدود.

المباشرة في رأس مال الشركات الجديدة بمختلف أنواعها، التوسع في نشاط أمناء الاستثمار، القيام بضمان الاكتتاب في الإصدارات الجديدة وتغطيته وإدارته والترويج للأوراق المالية وتولي دور صانع السوق، إيجاد ودعم الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية أو مساندة أسواقها لإعطائها قوة الدفع اللازمة نظرا لحدثة هذا النشاط في سوق الأوراق المالية.

2- إدراج صكوك إسلامية:

تقوم البنوك الإسلامية وغيرها من الشركات بتقديم أدوات مالية إسلامية جديدة قائمة على أسس التمويل الإسلامي، مما يشكل أيضا 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 الأوراق المالية.

فالصكوك الإسلامية تنمي جانب الطلب على السيولة النقدية في سوق 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.

ثانيا: زيادة رسملة سوق رأس المال وعدد المتعاملين فيها

تنوع الصكوك الإسلامية من حيث نوع النشاط والآجال يمكّن سوق رأس المال من استيعاب فئات جديدة من أصحاب المدخرات الذين ظلوا مبتعدين عن السوق بسبب تقيدهم بالأحكام الشرعية، فالصكوك الإسلامية فتحت المجال أمام فئات 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، خاصة أموال المغتربين وسائر الأموال المهاجرة خارج العالم الإسلامي، وهذا ما يؤدي بدوره إلى توسيع حجم أسواق الأوراق المالية وانتعاشها.

ثالثا: انفتاح سوق رأس المال الإسلامي عالميا

فالصكوك الإسلامية تعمل على زيادة التدفقات من الاستثمارات الإسلامية، الأمر الذي ينتج عنه انفتاح سوق الأوراق المالية عالميا، 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 خاصة ونحن نعيش عصر التكتلات الاقتصادية التي أصبحت تشكل مصدر قوة لاقتصاديات الشركات المساهمة.

رابعاً: إضافة مؤسسات مالية جديدة

إن من المعوقات التي تقف أمام سوق رأس المال دون تحقيق الأهداف المرجوة منها، هو تزايد الاهتمام بالأسواق الثانوية على حساب الأسواق المالية الأولية، وما يستتبع ذلك من عدم الاهتمام باستكشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وبلورتها في شكل مشروعات محددة مدروسة الجدوى، وضعف الاهتمام بإيجاد المؤسسات متعهدة الإصدارات الجديدة، والاحتكام إلى معيار حجم التداول لبيان مدى نجاح سوق رأس المال، 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 المشروعات الجديدة، ويعتبر ذلك المعيار الأساسي للحكم على نجاح السوق المالية لأن فيه زيادة للقاعدة الإنتاجية وإيجاد فرص عمل، ومن ثم إثراء السوق الثانوية.¹

وحتى تتمكن من تطوير السوق الأولية فلا بد من وجود مؤسسات مالية تتخصص الواحدة منها بأدوار تعد ضرورة لتطوير السوق الأولية ومن هذه المؤسسات:²

أ) موجد العملية: حيث يتركز 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 تغطّ (أي التي لم يتم الاكتتاب بها)، وذلك لظرحها لاحقاً للتداول.

د) متعهد إعادة الشراء: وهو عبارة عن البنك أو المؤسسة التي تتعهد بإعادة شراء الورقة المالية من حائزها بموجب الأسعار المعلنة.

هـ) وكيل الدفع: وهو 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 (SPV)، وذلك للنيابة عنهم، وإدارة شؤونهم، والحفاظة على حقوقهم المتعلقة بالصكوك التي ساهموا بها.

إلى جانب ذلك لابد من وجود هيكل تشريعي وتنظيمي مناسب بحيث يسمح بإصدار مثل هذه الأدوات وإيجاد مؤسسات مالية متعددة ذات وظائف متخصصة بما يدعم الثقة في هذه الأسواق ويمكنها من المساهمة في التنمية الاقتصادية.

¹ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجاً"، مرجع سابق، ص: 131-132.

² - المرجع السابق، ص 132.

خامسا: تقليص دور الوساطة التقليدية في مجال التمويل لحساب التمويل بدون وساطة

إن الحاجة للوساطة تنبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة، والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي يهدف إلى أن ينمي ثروته، لا يستطيع تحقيق ذلك بنفسه بسبب أعمال أو التزامات أو نقص خبرة أو مهارة. وهناك رجل الأعمال الذي يملك المهارة والخبرة التجارية في استثمار الأموال، لكنه لا يملك رأس المال. فإذا كان الأول بعيدا عن الثاني، أو لا يستطيع أن يتعرف عليه، تنشأ فرصة لطرف ثالث يتوسط الطرفين، ويحظى بثقتهم، يتولى التقريب بينهما، وتحقيق هدف كلا الطرفين، في مقابل ربح متفق عليه.¹

وتساعد عمليات التصكيك على تقليص دور الوساطة التقليدية بالنسبة لطالبي التمويل، وذلك بانتقال الأموال من مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور ولحسابه، كصناديق الاستثمار المشتركة، إلى جانب توجيه طالبي التمويل بإصداراتهم (صكوكهم) مباشرة إلى سوق الأوراق المالية، دون اللجوء إلى الوساطة المالية التقليدية، وبذلك يتحقق المزج بين السوق النقدي وسوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال تداول الأصول المالية التي تصدر عن الأصول محل التصكيك.²

الفرع الثاني: فعالية الصكوك الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

أولا: علاقة الصكوك الإسلامية بكفاءة سوق رأس المال الإسلامي

تتعلق كفاءة سوق الأوراق المالية بأساليب محددة في مقدمتها السعر العادل للأوراق المالية (الصكوك الإسلامية) التي يتم التعامل بها وبعوائد تلك الأوراق، حيث السعر العادل، هو السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية للسهم التي تعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، أما عائد الأسهم هو نصيب السهم من صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب أي أنه يساوي صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد والضرائب مقسوما على متوسط عدد الأسهم الذي يتألف منها رأس مال المؤسسة ولا استخراج العائد كنسبة مئوية من قيمة السهم فهناك نوعان من العائد هما الربح الجاري والربح الحقيقي.

يعد أهم معيار لوجود كفاءة وبمستوى معين في السوق أو عدم وجودها هو سرعة هذه السوق في الاستفادة من المعلومات المتعلقة بسعر السهم أو الصك، حيث تكون هذه الأسواق ذات كفاءة كلما كانت أسعار الأسهم أو الصكوك أكثر عدالة أي أكثر قربا من القيمة الحقيقية لتلك الأسهم.³

¹ - وفاء أحمد، محمد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية-بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)"، مجلة الأستاذ، العدد 201، 2012، دون بلد نشر، ص ص: 833-847.

² - معطى الله، خير الدين وشرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية"، مرجع سابق، ص ص: 236-262.

³ - بن زاوي، محمد الشريف ونشيش، فتيحة، "دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية"، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، دون سنة نشر، دون بلد نشر، ص ص: 14-15.

أما فيما يتعلق بعلاقة كفاءة الأسواق بعوائد الأسهم الحقيقية فتأتي من خلال علاقتها بأسعار تلك الأسهم علما بأن العلاقة بين سعر السهم وعائده الحقيقي عكسية ويمكن تفسير تأثير عوائد الأسهم على كفاءة السوق كما يلي:¹

كلما كانت أسعار الأسهم أكثر (أو أقل) عدالة كانت كفاءة السوق التسعيرية أقوى (أو أضعف) وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السهم وعائده الحقيقي، فإن ذلك يعني أنه كلما كان العائد يعبر عن المردود العادل الذي يستحقه حامل الورقة المالية كلما كانت كفاءة الأسواق أقوى (أو أضعف)، ويمكن للمستثمرين ومن خلال تحليلاتهم للمعلومات أو استفادتهم من المعلومات بشكل أو بآخر أن يحصلوا على عوائد إضافية غير عادية وبالتالي الأسواق تكون غير كفأة.

إذن يكون هناك كفاءة إذا كان سعر الصكوك أو الأسهم في السوق يساوي القيمة الحقيقية حيث القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس العائد المتوقع، وتنتج الاختلافات بين قيمة السهم أو الصك السوقية وقيمة الصك الحقيقية لعدة أسباب:²

- المجازفات والتلاعب في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.
 - عدم توافر المعلومات عن أداء المؤسسات المالية لهذا السهم أو الصك.
 - الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل صاحب الصك.
 - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين لنقص المعلومات.
 - بقاء ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة.
- وهنا تظهر أهمية الأوراق المالية الإسلامية لتداول الأوراق المالية بسعر عادل وعائد ملائم، فهي تهدف إلى تحقيق سوق ذات كفاءة عن طريق تفادي الاختلافات الموجودة بين قيمة الورقة السوقية وقيمتها الحقيقية وبالتالي اختلافات في قيمة العائد بتوفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق، متساو وكاف أي الإفصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية المصالح المرسله للمستثمرين.³

ثانيا: فعالية الصكوك الإسلامية في رفع كفاءة سوق رأس المال الإسلامي

1- دور مبادئ الاقتصاد الإسلامي في تحقيق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال الإسلامي:

إن القواعد العامة التي جاءت بها تعليم الإسلام والضوابط الشرعية العامة التي لا بد من وجودها ومراعاتها عند إجراء العمليات المالية كفيلة جميعها بوجود سوق مالية منضبطة إقتصاديا وإجتماعيا. وإذا أردنا توضيح ذلك

¹ - المرجع السابق، ص15.

² - المرجع السابق، ص15 بتصرف.

³ - على الرابط: <http://www.startimes.com/?t=18578660> تاريخ الاطلاع 05-04-2014.

على نوعي الكفاءة، فإننا سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقها اعتماداً على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ويمكن أن نحمل القول في ذلك كما يلي:¹

1-1- على مستوى الكفاءة الخارجية:

نجد 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 الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على إتاحة التفاعل بين قوى العرض والطلب - كما سنلاحظ ذلك في الكفاءة الداخلية- يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة والتي تعبر إلى حد كبير عن الأسعار الحقيقية.

1-2- على مستوى الكفاءة الداخلية:

من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي في تنظيم الأسواق مبدأ كفاءة دخول السوق بيسر وسهولة وكذلك نهي عن الاحتكار وحدّر منه، وكلا المبدأين يتيح التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق على السلع العينية الأمر الذي يعمل على الاقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة. كما ان وجود عدد كبير من المتعاملين يعمل على خفض تكاليف التبادل الناتج عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق.

ويجب التنبيه أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق قد يترتب عليه مقداراً من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين بسبب عدم إتصاف الكثير من المتعاملين بالرشد الاقتصادي مما يتطلب تقييد عملية التداول ووجود هيئة استشارية تقدم خدماتها مجاناً أو بأسعار رمزية.

2- دور الصكوك الإسلامية في تمكين سوق رأس المال الإسلامي من تخصيص الموارد المالية: حتى

يمكن سوق رأس المال من أداء وظائفه المنوطة به، لا بد من أن يكون على درجة عالية من الكفاءة، ويشار إلى السوق بأنها كفاءة إذا كانت قادرة على تخصيص الموارد المالية بشكل كفؤ، ويشمل مفهوم كفاءة السوق المالية كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل - كما سبق.²

والصكوك الإسلامية يمكنها رفع مستوى كفاءة الأسواق المالية، ذلك أنها تتعد عن الغش والغرر والغبن والمجازفات الهدامة التي تلعب دوراً سلبياً في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي فهي تضعف كفاءة الأسواق وتنخر بها كالسوس من الداخل، وتجعلها وسيلة لتمويل المشاريع الفاشلة غير المنتجة، مما يجعل سوق المال تنحرف عن رسالتها التنموية السامية.³

1 - عبد الله بن محمد، الرزين، مرجع سابق.

2 - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجاً"، مرجع سابق، ص 132.

3 - أحمد، طرطار وشوقي، جباري، "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية (الحلقة 3)"، مرجع سابق، ص: 19-

ويجب أن ينصب التركيز على الأسواق الثانوية التي تضطلع بدور كبير 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 وإمداد المشروعات المختلفة بالموارد المالية.

لذلك يجب الالتفات إلى الأسواق المالية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية ويمكن معرفة ذلك من خلال عدة مؤشرات من أهمها:¹

(1) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في أسواق رأس المال إلى الناتج القومي، فزيادة هذه النسبة تشير إلى أن الأسواق المالية تساهم في تحريك الموارد المالية وتفعيلها.

(2) الأهمية النسبية للإصدارات الأولية في التكوين الرأسمالي الإجمالي، فإذا ما تم تمويل جزء من التكوين الرأسمالي عن طريق الإصدارات المختلفة من الأدوات المالية فإن ذلك يدل على الدور الفعال الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

ويمكن للأدوات المالية الإسلامية أن تشكل قنوات جيدة 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 لانتفاء الغش والغرر، والغبن والمضاربات الهدامة التي تعصف بأسواق رأس المال التقليدية التي تؤثر سلبا على تخصيص الموارد، ذلك أن المضارب يعنى بالقيمة السوقية للأسهم والسندات في الأجل القصير والتي يدخل في تقديرها عوامل ليس لها علاقة بالمرود المتوقع، مما يؤدي إلى توجيه الموارد باتجاه أنشطة يتوقع لها الربح السريع وذلك يؤثر على عملية تحديد الأسعار العادلة، ويخلّ بالتوازن الحقيقي لمستويات الأسعار وزعزعة استقرار النشاط الاقتصادي، مما سيكون لها الأثر السيء على كفاءة أسواق رأس المال التقليدية، وإحجامها على أداء دورها التنموي. كما أن معيار حجم التداول الذي يتخذ كمعيار أساسي لتقدير مدى كفاءة أسواق رأس المال التقليدية لن يعبر عن أفضلية لهذا المعيار في ظل سوق رأس المال الإسلامي حيث يكون المعيار الأساسي هو اتجاهات التعامل ومدى مناسبتها للأولويات والأنشطة التنموية.

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 بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءة انضباطها بأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.²

¹ - نسبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص: 133-134.

² - المرجع السابق، ص134.

المبحث الرابع: حدود استخدام الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي

إن التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي يواجه تحديات مختلفة بعضها ينبع من التحديات التي تواجه سوق رأس المال الإسلامي، وأخرى تواجه الصناعة المالية الإسلامية ككل، ومخاطر مختلفة تتعلق بالصكوك الإسلامية ذاتها، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى مختلف هذه التحديات.

المطلب الأول: التحديات التي تواجه الصناعة المالية الإسلامية

تواجه الصناعة المالية الإسلامية معوقات حمة تعلق الأمر بالصناعة المصرفية نفسها أو من حيث المعوقات التي تجابه البنوك الإسلامية.

الفرع الأول: تحديات الصناعة المصرفية الإسلامية

رغم النتائج التي حققتها الصناعة المصرفية على المستوى الإقليمي والدولي، إلا أنها تعاني من معوقات على هذا المستوى، ومن أهمها:¹

- (1) الشعور المعادي للإسلام في بعض الدوائر الغربية وتزايد المزاعم في بعض المجتمعات الدولية بارتباط المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية بأنشطة تمويل المنظمات الإرهابية وأنشطة غسيل الأموال والإجراءات التضييقية التي تمارسها بعض السلطات النقدية الدولية بحق هذه المؤسسات.
- (2) إن الأنظمة المصرفية في العديد من الدول العربية والإسلامية، وحتى غيرها لا تأخذ بعين الاعتبار خصوصيات العمل المصرفي الإسلامي، مما يوجد حالة من عدم التكافؤ بينها وبين المصارف التقليدية.
- (3) الافتقار إلى وجود سوق مالية إسلامية ودولية منظمة قادرة على مساعدة المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية على الاستخدام الأمثل للأموال التي تديرها، وأيضاً مساعدتها على تعبئة الأموال من خلال هذه الأسواق.
- (4) ضعف التنسيق والعمل المشترك داخل وحدات الصناعة المصرفية الإسلامية رغم إنشاء عدد من المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية التي تعنى بالشأن المالي الإسلامي.
- (5) تعدد هيئات الرقابة الشرعية وتعدد المصادر والأسانيد وعدم وجود جهة موحدة تعمل على توحيد مصادر الفتوى والتخريج الشرعي لها، وأيضاً اختلاف وجهات النظر فيها بالنسبة لأدوات الهندسة المالية وأدوات التمويل والاستثمار الحديثة.
- (6) تنامي الحاجة إلى إيجاد منتجات وخدمات متميزة ومجددة تستجيب لحاجات الزبائن من الخدمات المصرفية الإسلامية مثل تلك المبتكرات المالية والأنماط المستحدثة والمتنامية المستعملة في المصارف الربوية وعدم قدرة المصارف الإسلامية على الاستجابة السريعة لذلك بسبب التقيد الشرعي وضعف الإمكانيات البشرية المؤهلة.

¹ - نجاد عبد الكريم، أحمد، "الصناعة المصرفية الإسلامية المفهوم والفلسفة، التحديات التي تواجهها والآفاق المستقبلية لها"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 51/14 لسنة 2008، دون بلد نشر، ص: 177-193.

(7) ضعف في دور هيئات الرقابة الشرعية، وبرز التحدي في قدرة هذه الهيئات على النمو السريع - من حيث الكم والنوع - لمواكبة التطور الكبير في الصناعة المصرفية الإسلامية وانتشار البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بمعدل لم يسبق له مثيل في البلاد الإسلامية وغير الإسلامية، كما أنه يتوجب إنهاء الازدواجية التي نشأت تاريخياً في تكوين هذه الهيئات بين مختصين كثيري المعرفة بجوانب التمويل الفنية مع ضعف في المعرفة الشرعية، وعلماء شرعيون يعوزهم الإمام بكامل خبايا الجوانب الفنية.¹

كما تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية تحديات أخرى فيما يتعلق باتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية المصرفية، حيث يواجه القطاع المصرفي والمالي الإسلامي هذه الاتفاقية التي تنص على تحرير النشاط المالي للبنوك ابتداء من عام 1999. وعلى الرغم من مرور عدة سنوات على دخول الاتفاقية حيز التنفيذ، إلا أنها مازالت تواجه العديد من الصعوبات على أرض الواقع بسبب تماطل الدول الكبرى في تطبيقها. وحتى لو كان من الصعب الخروج بنتائج واضحة حول هذه الاتفاقية على الأنظمة المالية، سواء التقليدية أو الإسلامية، إلا أن نتيجة هذه الاتفاقية زيادة حدة المنافسة بين جميع الوحدات المصرفية على مستوى العالم.²

الفرع الثاني: تحديات متعلقة بالمصارف الإسلامية

تنقسم التحديات التي تواجه المصارف الإسلامية إلى تحديات داخلية وأخرى خارجية.

أولاً: التحديات الداخلية

وتتمثل فيما يلي:³

(1) عدم وجود عاملين مؤهلين ومتخصصين في الجانبين الشرعي والمصرفي معا بشكل كاف، مما اضطر المصارف الإسلامية للاستعانة بالعاملين المدربين في المصارف الربوية من أجل تكوين جهازها الإداري والتنفيذي.

وقد حظي العاملون القادمون من المصارف الربوية بمراكز قيادية في كثير من المصارف الإسلامية، كرئاسة مجلس الإدارة، والإدارة العامة، ورئاسة الأقسام.

(2) اختلاف الفتاوى الصادرة عن هيئات الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية في حكم النشاط المصرفي الواحد، بسبب تعدد المصارف الإسلامية.

فقد يحدث أن تصدر هيئة الرقابة الشرعية في إحدى المصارف الإسلامية فتوى في حكم أحد الأنشطة المصرفية، ويصدر عن هيئة رقابة شرعية في مصرف آخر فتوى مختلفة تماماً عن الفتوى السابقة، في نفس هذا

¹ - بشير عمر محمد، فضل الله، "تجربة البنوك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية" والتحديات المستقبلية التي تواجه الصناعة المصرفية الإسلامية"، (مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر الإسلامي، جدة، 11 أبريل 2006)، ص: 22.

² - عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 95-96.

³ - أحمد عبد العفو، مصطفى العليات، "الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية"، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس-فلسطين، 1427هـ/2006م، ص: 24-25.

النشاط، فتضارب تطبيقاتها للحلول الشرعية، ويصبح كل حزب بما لديهم فرحون، وهذا يؤدي إلى إحداث بليلة فكرية لدى جمهور العاملين في هذه المصارف والمتعاملين معها.

وتعتبر هذه المشكلة من المشاكل التي تواجه هيئات الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية.

(3) إنعدام السوق المالي الإسلامي، وضعف التعاون الإسلامي بشكل عام.

حيث يكمن نجاح أي سوق من أسواق المال في قدرته على تخصيص الموارد المالية بكفاءة عالية وتوجيهها لتمويل مشروعات القطاع العام طويلة الأمد ومشروعات القطاع الخاص في مجالي الإنتاج والخدمات. ولهذا السبب تلعب أسواق المال النشطة دوراً في تقليل المخاطر وحفز النمو الاقتصادي. ولما كانت البنوك الإسلامية لا تستطيع ولوج سوق المال التقليدي وذلك لعدم انضباط تلك السوق بالضوابط الشرعية، فإن وجود سوق مالي خاص بها يصبح في غاية الأهمية.¹

ثانياً: التحديات الخارجية

ويمكن إيجاز أهم هذه التحديات فيما يلي:²

1- ظاهرة العولمة: إن زيادة التكامل الاقتصادي العالمي وانحياز الحواجز الوطنية أمام النشاط المصرفي العالمي، من شأنه زيادة المنافسة أمام البنوك الإسلامية من حيث مستوى وجودة الخدمة والإدارة واستقطاب رؤوس الأموال. وبالتالي توجد ضرورة لوضع استراتيجية عمل موحدة للبنوك الإسلامية لزيادة الكفاءة والمقدرة على تطوير الخدمات والمنتجات المصرفية لمواجهة تحديات العولمة، مع مواكبة المعرفة التكنولوجية المصرفية الحديثة التي تمكنها من المنافسة العالمية.

2- تطبيق اتفاقية المنظمة العالمية للتجارة: إن تطبيق اتفاقية منظمة التجارة العالمية المتعلقة بمجال الخدمات بشكل عام والخدمات المصرفية بشكل خاص، من شأنه أن يترتب عليه تسهيل حركة الأموال بين الدول الاعضاء وفتح الأسواق أمام البنوك العالمية التي دخلت في عمليات الاندماج المصرفية الضخمة، الأمر الذي سيضع البنوك الإسلامية في مواجهة تحديات مصرفية على مستوى عالمي ينبغي أن تكون مهياً لها عن طريق الدمج والتكامل فيما بينها.

3- التكتلات المالية متعددة الجنسيات: في ظل التحرير المالي العالمي هناك احتمال بروز «تجمعات أو تكتلات مالية متعددة الجنسيات»، ولا شك في أن هذه التجمعات المالية ستتنافس فيما بينها من أجل اقتسام الجزء الأكبر من الأسواق العالمية؛ الأمر الذي قد يجعل من الصعب على المؤسسات المصرفية والمالية الصغيرة البقاء أو الحفاظ على مركزها، ويمثل ذلك تحدياً جديداً أمام البنوك الإسلامية التي سيكون عليها أن تعمل من أجل الحفاظ على مكانتها في السوق المصرفية المحلية والإقليمية والعالمية.

1 - بشير عمر محمد، فضل الله، مرجع السابق، ص22.

2 - عبد الحليم عمار، غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، (دار أبي الفداء

العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013)، ص: 134-136.

4- ظهور عملة "اليورو": إن ظهور العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" يعتبر من التحديات الجديدة، طالما أن البنوك المركزية في العالم العربي والإسلامي تحتفظ برصيد ضخم من الدولار الأمريكي كاحتياطي، الأمر الذي يدعو البنوك الإسلامية إلى الانتباه من أن الحاجة لعملة الدولار قد تنخفض وعليها أن تجري دراسات علمية تهتم بالخروج التدريجي من الدولار الأمريكي في الوقت المناسب حتى لا تجد أن ما تحتفظ به من عملة لا قيمة له.

5- ظاهرة البنوك الشاملة: لا بد من الإشارة إلى ظاهرة التراجع التدريجي للأنشطة المصرفية التقليدية، ولجوء الدول الغربية إلى إحداث نوع من التغيير في طبيعة نشاط المؤسسات المصرفية وإيجاد مفهوم للعمل المصرفي يختلف عما اعتادت عليه البنوك التقليدية، حيث تنشأ الآن معالم بنوك جديدة تجمع بين وظائف البنوك التجارية والاستثمارية والمتخصصة، وذلك ما اصطلح عليه "بالبنوك الشاملة" والتحول الأساسي الذي يواجه البنوك الإسلامية هو قدرتها على قيادة البنوك في الدول العربية والإسلامية إلى أن تأخذ بالمفهوم التنموي للبنوك الشاملة.

6- استرجاع رؤوس الأموال المهاجرة: تواجه البنوك الإسلامية تحدياً آخر كبير يتمثل في المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والإسلامية التي هاجرت إلى خارج أوطانها بحثاً عن الأمان والاستقرار، فمشكلة المسلمين أن 95% من أموالهم أو أكثر من ذلك لا يملكون التحكم فيها وبالتالي فهم "ملاك وهميون" حيث أصبحت الدول الأجنبية «تتصرف في الودائع التي لديها وكأنها ملكها، حتى صارت تتردد نغمة الأضرار من سحب الأرصدة من المصارف الأجنبية على اقتصاديات تلك الدول... وكأن أصحاب الأموال فقدوا ملكيتها».

ويشير الواقع الحالي إلى الإمكانيات الكبيرة لاستثمار الفائض من أرصدة الدول الخليجية في بنوك أوروبا وأمريكا، والذي بلغ حوالي 670 مليار دولار، عن طريق البنوك الإسلامية، وقد خسرت هذه الأرصدة في الغرب خلال فترة السنوات العشر (1986-1996) ما بين 43% و 58% من قيمتها¹ كما توجد مشاكل خارجية أخرى يمكن إيجازها فيما يلي:²

7- النظرة التقليدية للمصارف الإسلامية وعدم التفريق بينها وبين المصارف الربوية، والكره لكل عمل إسلامي: نتيجة تأثير الكثير من أبناء الأمة الإسلامية بالغزو الثقافي والفكري الغربي -الذي يعمل على هدم الإسلام وتقويض أركانه- أن أصبح كثير منهم قليلي الالتزام بما تمليه عليهم أحكام الشريعة الإسلامية الغراء، من أوامر ونواه وحلال وحرام، مما ساعد على ترسيخ أسلوب التعامل المصرفي الربوي.

8- المناخ التشريعي والاقتصادي والرقابي غير الملائم: إن المناخ الذي تعمل فيه المصارف الإسلامية في كثير من البلاد هو مناخ مناسب للمصارف الربوية فالتشريعات المالية والاقتصادية وأجهزة الرقابة الموجودة فيها صنعت خصيصاً لتلك المصارف لا للمصارف الإسلامية، ولا توجد في معظم دول العالم الإسلامي تشريعات خاصة بالمصرفية الإسلامية وأجهزة رقابة خاصة بها تتفهم طبيعة المصارف الإسلامية، فضلاً عن أن كثيراً من دول العالم

¹ - المرجع السابق، ص 137.

² - أحمد عبد الغفور، مصطفى العليات، مرجع سابق، ص ص: 26-27.

الإسلامي تحكمه أنظمة وضعية في مجالاته السياسية والاقتصادية والاجتماعية وبذلك تفقد المصارف الإسلامية البيئة الملائمة لها.

9- تعاني المصارف الإسلامية من: ضعف الهياكل الإنتاجية في معظم البلدان التي توجد فيها، كما تعاني من ضيق الأسواق وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي في هذه البلدان، وكثرة التقلبات في السياسة المالية والنقدية فيها وضعف أواصر التعاون بين هذه المصارف الإسلامية، إلى عدم تمكنها من تحمل مخاطر الاستثمار منفرة مما جعلها تندفع نحو الأسواق العالمية، وفي نفس الوقت تركز على الصيغ والأساليب الأكثر ضمانا، كالمراجحة وغيرها.

المطلب الثاني: تحديات متعلقة بالصكوك الإسلامية

الفرع الأول: مخاطر الصكوك الإسلامية

أولا: تعريف المخاطرة

الخطر Risk بمعنى حالة عدم التأكد المصاحبة للنواتج الخاصة بالاستثمار، وكل أنواع الاستثمارات تنطوي على مخاطر بشكل أو بآخر.¹

كما يمكن تعريفها بأنها "حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة".²

وللوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة، فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تشكل منها- المخاطرة- والتي يمكن إجمالها في العناصر الموالية:³

- عنصر عدم التأكد والذي هو حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما سيحدث في المستقبل.
- عنصر الخسارة، والذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول عليها.
- عنصر قابلية الخطر للقياس، وهذا حتى تسهل عملية تحليل ودراسة المخاطرة وقياس مدى تأثيرها في العملية الاستثمارية.

وبناء على العناصر سالفة الذكر، يمكن تعريف المخاطرة بأنها حالة عدم التأكد التي تصاحب تحقق نتائج غير مرغوب فيها وتؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس.

¹ - عبد الغفار، حنفي، بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، (دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية-مصر 2003)، ص 193.

² - محمد، براق والجودي، صاطوري، "مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية"، دراسات اقتصادية، العدد الثامن دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2006، ص ص: 27-44.

³ - المرجع السابق، ص ص: 27-44.

ثانيا: أنواع المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية

يرتبط العمل المصرفي الإسلامي بالمخاطر أكثر مما عليه في المصارف التقليدية وذلك لأن العمل المصرفي الإسلامي قائم على المشاركة في الربح (أي العائد) والخسارة (أي المخاطرة)، بينما يقوم الاستثمار والتمويل المصرفي التقليدي على الفائدة ذات العائد المضمون بغض النظر عن نتائج محل الاستثمار. ويمكن تقسيم المخاطر التي تواجه الصكوك الإسلامية إلى:¹

1-مخاطر السوق:

تعتبر الأدوات والأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة أحوال المنشآت الاقتصادية، فمخاطر السوق العامة، تكون نتيجة التغير العام في الأسعار وفي السياسات على مستوى الاقتصاد ككل، أما مخاطر السوق الخاصة فتنشأ عندما يكون هناك تغير في أسعار أصول وأدوات متداولة بعينها نتيجة ظروف خاصة بها، ويمكن تقسيم مخاطر السوق إلى: مخاطر أسعار الأسهم، مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر أسعار السلع.

2-مخاطر الائتمان:

هي المخاطرة التي ترتبط بالطرف المقابل (الآخر) في العقد- أي قدرته على الوفاء بالتزاماته التعاقدية كاملة وفي موعدها كما هو منصوص عليه في العقد.² في الصكوك الإسلامية يمكن أن ينشأ هذا الخطر نتيجة سوء اختيار العميل سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند إليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة أو عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده- في حالة اعتبار الوعد غير ملزم- أو عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.³

3-مخاطر التشغيل:

وهي مخاطر عرفتها لجنة بازل للرقابة المصرفية على أنها: "مخاطر التعرض للخسائر التي تنجم عن عدم كفاية أو انخفاض العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة أو التي تنجم عن أحداث خارجية"⁴. تؤثر هذه المخاطر على القيمة السوقية للصكوك الإسلامية وذلك من خلال عدم توافر الكفاءة الإدارية القادرة على القيام

1 - لخلو، بوخاري ووليد، عايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الوقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي-غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011، ص ص: 8-9.

2 - طارق الله خان حبيب، أحمد، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 31.

3 - لخلو، بخاري ووليد عايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص 10.

4 - مفتاح، صالح، "إدارة المخاطرة في المصارف الإسلامية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009، ص 3.

بمهام الوكالة عن الملاك وتحقيق الأرباح مع نموها واستقرارها مستقبلاً، والمحافظة على المركز التنافسي للصكوك ونحو ذلك، أو من خلال صورية أو ضعف الرقابة الشرعية مما يؤثر سلباً على ثقة المتعاملين وسمعة المنشأة.¹

4-المخاطر القانونية:

ويقصد بها حدوث التزام غير متوقع أو فقد جانب من قيمة أصل نتيجة عدم توافر رأي قانوني سليم أو عدم كفاية المستندات.²

كما تنتج هذه المخاطر من أخطاء في نص العقود أو من تأخر في اتخاذ الإجراءات القانونية أو من مخالفة لبعض القوانين الدولية.³

وتعاني الصكوك الإسلامية من هذا النوع من المخاطر 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، كما أنه يتم إهمال تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية عند التحاكم.⁴

5-مخاطر السيولة:

مخاطر السيولة هي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها البنك جراء تدفق غير متوقع لودائع عملائه للخارج بسبب تغير مفاجئ في سلوك المودعين.⁵

وترتبط مخاطر السيولة بمصدر الصكوك وتندرج ضمن المخاطر غير النظامية (الخاصة) وتظهر في حالة الصكوك الإسلامية عندما لا يستطيع المصدر تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة لعدم كفاية السيولة (لتلبية متطلبات التشغيل العادية أو المفاجئة، أو لتسديد العوائد الدورية لحملة الصكوك، أو لتسديد الزيادة في قيمة الصكوك عند استحقاقها)، نتيجة انخفاض التدفقات النقدية للمشروع فجأة، مما يقلل من مقدرة المصدر على الوفاء بالتزاماته التي حانت آجالها، وقد ينتج عن حالة اللاسيولة الشديدة لدى المصدر أو تؤدي إلى تعثر الإصدار، ونرى أن هذا النوع من المخاطر قد يكون نتيجة لمخاطر الائتمان ومخاطر الصكوك العينية التي قد تتعرض لها عملية التصكيك. ويلاحظ عن مخاطر السيولة أنها تكون متدنية في حالة الصكوك الإسلامية الحكومية، كون المصدر هنا يتمثل في الدولة، لكن بالمقابل قد تظهر مخاطر السيولة من جانب حملة الصكوك فقط (وتسمى هنا مخاطر تسييل الصك) دون المصدر نتيجة عدم قدرة حملة الصكوك على تسييل

1 - لخلو، بخاري ووليد، عايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص10.

2 - سمير، الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك -منهج علمي وتطبيق عملي، (منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 2005)، ص 245.

3 - مفتاح، صالح، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، مرجع سابق، ص04.

4 - صفية أحمد، أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، بحث مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009، ص 19.

5 - سمير، الخطيب، مرجع سابق، ص211.

صكوكهم، أي ضعف تداولها في السوق، وترجع مخاطر التداول في الأساس إلى ضعف قدرة المصدر في تحديد التغيرات في ظروف السوق، والتي يكون لها تأثير كبير على قدرة حامل الصك لتسييل قيمة الصكوك بشكل سريع وبأقل خسارة من القيمة.¹

6- مخاطر مخالفة أحكام الشريعة الإسلامية:

حيث أن الصكوك أداة مالية بنيت على أحكام الشريعة الإسلامية فإن مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية في أي فترة من عمر الصك تؤدي إلى أضرار تختلف باختلاف المخالفة أو درجة خطورتها، فمن بطلان للصك إلى فساد بعض الشروط.²

7- مخاطر متعلقة بصيغ التمويل الإسلامي:

هناك مخاطر خاصة بصيغ التمويل الإسلامي ويمكن إجمالها فيما يلي:³

أ) مخاطر صكوك المضاربة:

وهناك بعض المخاطر خاصة بها مثل سوء الأمانة وكفاءة الشريك المضارب وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وصعوبة التدقيق أو التصفية، ولتجنب مثل هذه المخاطر وجب على حملة الصكوك أن يحسنوا في اختيار المضارب، والمدقق الداخلي.

ب) مخاطر صكوك المشاركة:

هناك بعض المخاطر خاصة بها مثل سوء إدارة المشروع وسوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة، وصعوبة التدقيق أو المتابعة، لذلك لا بد من أخذ الحيطة والحذر ومراعاة هذه المخاطر.

ج) مخاطر صكوك الإجارة:

هناك بعض المخاطر الخاصة بها، مثل ارتفاع نسبة التضخم النقدي مقرونة بطول فترة السداد، وتأخير أو عدم السداد (نتيجة عدم زيادة الإيجار) أو مشاكل صيانة العين المؤجرة أو مخاطر سوق العين المؤجرة أو منتجاتها.

د) مخاطر صكوك الاستصناع:

هناك بعض المخاطر الخاصة بها، مثل مخاطر التخزين والنقل (ويطلق عليها المخاطر الزمنية) أو عدم سداد الأقساط (نتيجة عدم زيادة السعر) أو اختلاف المواصفات بسبب احتمال عدم توافر بعض مواد المستصنع.

هـ) مخاطر صكوك البيوع:

وهناك بعض المخاطر خاصة بها، مثل عدم التمكن من زيادة السعر نتيجة التأخير في دفع الأقساط لأنه مخالف شرعا أو هلاك السلعة قبل التسليم، لأن المتابعة هنا تقع على عاتق البنك.

¹ - عماري، صليحة وسعدان، آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، مرجع سابق، ص 17.

² - صفية أحمد، أبو بكر، مرجع سابق، ص 18.

³ - زياد، الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها".

الفرع الثاني: إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

أولاً: مفهوم إدارة المخاطر

ينظر إلى إدارة المخاطر على أنها منهج علمي للتعامل مع المخاطر البحتة عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة وتصميم إجراءات وتنفيذها حتى تقلل إمكانية حدوث الخسارة أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى.¹

وتعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم ب:²

- المحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين.
- إحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بها كالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار.
- تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها.
- العمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطرة.
- تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطرة معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر.
- إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع إلى دفع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر.
- حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها.

ثانياً: خطوات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

يتطلب المنهج العلمي في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية القيام بالخطوات الآتية:³

1- تحديد المخاطر

أولى الخطوات في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية هو تحديد نوعية المخاطر التي يتوقع أن تتعرض لها الصكوك الإسلامية سواء أكانت مخاطر عامة أم مخاطر خاصة، وكذلك تحديد مصدر تلك المخاطر سواء أكانت مخاطر ائتمان أو مخاطر سوق من مخاطر سلع وخدمات وسعر صرف وسعر فائدة وتضخم، أو مخاطر تشغيل، أو

¹ - طارق عبد العال، حماد، إدارة المخاطر (أفراد-إدارات-شركات-بنوك)، (الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2003)، ص51.

² - بلعزوز، بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد07، 2009-2010، جامعة ورقلة، ص ص: 344-331.

³ - أشرف محمد، دواية، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية: الواقع وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليميني، صنعاء، 20-21 ماي 2010، ص ص: 16-18.

مخاطر مخالفات شرعية، والوقوف على أسباب تلك المخاطرة مع ملاحظة أهمية أن تكون عملية تحديد المخاطر عملية مستمرة، مع تفهم المخاطر على مستوى كل عمل استثماري، وعلى مستوى المنشأة ككل.

2- تقييم المخاطر

يستخدم تقييم المخاطر كأداة تخطيط ويجب أن يعطي صورة شاملة عن المخاطر. فبعد تحديد مخاطر الصكوك الإسلامية ينبغي القيام بقياسها وتقييمها للوقوف على احتمالات الخسارة، مع ترتيبها وفقاً لجسامتها من حيث كونها مخاطر مرتفعة high Risk، أو متوسطة Moderate Risk، أو ضعيفة low Risk لاتخاذ التدابير اللازمة للتعامل معها.

3- دراسة البدائل المناسبة للتعامل مع المخاطر

وذلك من خلال دراسة البدائل اللازمة للتعامل مع كل نوع من أنواع مخاطر الصكوك الإسلامية، واتخاذ القرار اللازم باختيار البديل المناسب سواء بتجنب تلك المخاطر، أو توزيعها، أو قبولها والتعامل معها خاصة في حالة وجود إدارة جيدة لإدارة المخاطر، وعلى أية حال فإن المقارنة بين المنافع والتكاليف من جراء تلك المخاطر هو المعيار الملائم في اتباع الأسلوب المناسب في التعامل مع المخاطر، فينبغي أن تفوق المنافع التكاليف المترتبة على مخاطر الصكوك الإسلامية.

4- تنفيذ القرار

وذلك من خلال وضع الآليات اللازمة لتنفيذ البديل الملائم للتعامل مع المخاطر موضع التنفيذ.

5- مراقبة ومراجعة التنفيذ

بما أن عملية إدارة المخاطر هي عملية مستمرة، ولضمان هذا يتم القيام بمراقبة ومراجعة نتائجها، ونظراً لسرعة تغير بيئة الأعمال وبالتالي اختفاء مخاطر معينة وظهور أخرى تتغير بهذه التقنيات الضرورية لإدارة هذه المخاطر، فضلاً عن إمكانية اكتشاف أخطاء في إدارة المخاطر الموجودة قبل ذلك، وبالتالي يصبح لدى المديرين القدرة على تصحيح هذه الأخطاء قبل أن تؤدي إلى كوارث لا تستطيع المنظمات إدارتها.¹

الفرع الثالث: آليات إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية

توجد عدة طرق وآليات متوافقة مع أحكام شرعنا الحنيف، يمكن استخدامها في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية ومنها:

أولاً: دراسة الجدوى الاقتصادية

تعتبر دراسة جدوى المشروعات التي تتوجه إليها أموال حصيلة الصكوك من الأهمية بمكان لتخفيض بل وتجنب المخاطر قدر الإمكان، حيث إن تقويم جدوى المشروع من منظور إسلامي يحكمه ما يمكن تسميته الربحية الإسلامية من خلال توجيه التمويل نحو المشروعات الملتزمة بالمشروعية الإسلامية من حيث النشاط الحلال، فضلاً

¹ - سليمان، ناصر وربيعة، بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، مرجع سابق، ص 15.

عن الكفاءة الاقتصادية لتحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال حفظ المال وتنميته، ومراعاة الأولويات الإسلامية في الاستثمار وفقاً للضروريات والحاجيات والتحسينات، وديمومة متابعة العملاء، بالإضافة إلى الكفاءة الاجتماعية وما تتضمنه من مسؤولية اجتماعية للتمويل وتحقيق صافي منافع اجتماعية تعود على المجتمع بالخير، والالتزام بالأخلاقيات الإسلامية، وكل هذا من شأنه أن يسهم في تخفيض مخاطر الصكوك الإسلامية بصفة عامة.¹

ثالثاً: الضمانات

يعتبر الضمان من أدوات الهندسة المالية الإسلامية، وفي نفس الوقت من الأدوات المتعارف عليها في الهندسة المالية التقليدية، ويعتبر من الأدوات الفاعلة في علاج مخاطر الصكوك الاستثمارية الإسلامية، وأحد عوامل نجاح عملية تسويق وبيع الصكوك في أسواق رأس المال. وللضمان أنواع متعددة في الفكر الاقتصادي الإسلامي والتي من خلالها يمكن التعامل مع مخاطر الصكوك الإسلامية، ومن أبرز هذه الأنواع:²

أ- الكفالة:

ويعني التزام طرف بتحمل عبء عن طرف آخر على سبيل التبرع، وكفالة الشخص ذو الملاءمة وذو الخلق الحسن وسيلة ناجعة في تخفيض مخاطر توظيف حصيلة الصكوك الإسلامية، خاصة المخاطر الشرعية ومخاطر الأصول وعوائدها، ومن أهم الآليات التي تساهم في الوقاية من مخاطر الائتمان وتقلل من فرص وقوعها.

ب- الالتزام بالوعد:

يسمح الضمان بهذا المعنى بتفادي مخاطر عدم التزام العميل بالوعد، خاصة صكوك المراجعة للآمر بالشراء، وقد ورد بشأن الإلزام بالوعد من طرف واحد قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي بجدة في دورته الخامسة المنعقدة بالكويت من 1-6 جمادى الأولى 1409هـ، الموافق لـ 10-15 ديسمبر 1988، «الوعد- وهو الذي يصدر من الأمر أو المأمور على وجه الانفراد- يكون ملزماً للواعد ديانة إلا لعذر، وهو ملزم قضاء إذا كان معلقاً على سبب ودخل الموعد في كلفة نتيجة الوعد، ويتحدد أثر الإلزام في هذه الحالة إما بتنفيذ الوعد وإما بالتعويض عن الضرر الواقع فعلاً بسبب عدم الوفاء بالوعد بلا عذر».

ج- ضمان طرف ثالث:

المقصود به وجود طرف غير طرفي العقد يضمن ما حصل من نقص أو خسران في مشروع معين، تم تمويله بحصيلة الصكوك الإسلامية حيث يعد ضمان الطرف الثالث مستقل عن جهة الإدارة وعن المشاركين (حملة الصكوك) آلية من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة مخاطر الائتمان.

1 - أشرف محمد، دواية، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص 18.

2 - سليمان، ناصر وربيعة، بين زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، مرجع سابق، ص: 16-17.

وقد جاء بالمعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة: "يجوز تعهد طرف ثالث غير المضارب أو وكيل الاستثمار وغير أحد الشركاء بالتبرع للتعويض عن الخسارة دون ربط بين هذا التعهد وبين عقد التمويل بالمضاربة أو عقد الوكالة بالاستثمار".

ويمكن ضمان الطرف الثالث لموجودات الصكوك، ويصلح أيضا لإيجاد الضمان لعائد ثابت للصك، لأنه يستند إلى المبدأ نفسه، وهو ما يحقق الضمان للأصول وعوائدها.

قد يكون هذا الطرف الثالث الدولة أو شركة متخصصة أو فرد، وهذا الطرف له مصلحة في تشجيع نوع معين من النشاط، ولا يوجد مانع شرعا في صحة تبرع جهة معينة، وحتى وإن كان تبرعا معلقا على شرط هو تلف رأس المال أو بعضه أو نقصان الربح عن حد معين.

د- الرهن:

يعد الرهن من آليات الحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، وقد جاء في المعيار الشرعي الثامن لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بذات الخصوص: «يجب للمؤسسة في حال الحصول على رهن من العميل أن تشترط تقويضه لها ببيع الرهن من أجل الاستيفاء من ثمنه دون الرجوع إلى القضاء».

ويشترط في المرهون أن يكون مالا متقوما يجوز تملكه وبيعه، وأن يكون معينا بالإشارة أو التسمية أو الوصف، وأن يكون مقدورا على تسليمه، ويجوز رهن المشاع مع تحديد النسبة المرهونة منه، مع مراعاة أن الضمان سواء أكان كفالة أم رهنا لا يمكن الرجوع عليه في عقود الأمانة كما في استثمارات صكوك الوكالة أو المضاربة أو المشاركة إلا إذا تم تعدي أو تقصير أو مخالفة للشروط من قبل الوكيل أو المضارب أو المشارك.

ثالثا: التأمين الإسلامي

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات الإسلامية التأمين الإسلامي في المعيار رقم (26) بأنه: "التأمين الإسلامي هو اتفاق أشخاص يتعرضون لأخطار معينة على تلافي الأضرار الناشئة عن هذه الأخطار وذلك بدفع اشتراكات على أساس الالتزام بالتبرع، ويتكون من ذلك صندوق تأمين له حكم الشخصية الاعتبارية، وله ذمة مالية مستقلة، (صندوق) يتم منه التعويض عن الأضرار التي تلحق أحد المشتركين من جراء وقوع الأخطار المؤمن منها، وذلك طبقا للوائح والوثائق. ويتولى إدارة هذا الصندوق هيئة مختارة من حملة الوثائق أو تديره شركة مساهمة بأجر تقوم بإدارة أعمال التأمين واستثمار موجودات الصندوق.¹

¹ - عبد الله علي، الصيفي، "التأمين على الودائع المصرفية في البنوك الإسلامية"، مؤتمر التأمين التعاوني أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه بالتعاون بين الجامعة الأردنية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، المنظمة الإسلامية للتربية والعلوم والثقافة (إيسيسكو)، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 26-28 ربيع الثاني 1431 هـ الموافق 11-13 أبريل 2010م، ص 04.

وفي ظل تواجد مؤسسات التأمين التعاوني، فإن هذا التأمين يعد آلية من الآليات الإسلامية للحماية ضد مخاطر الصكوك الإسلامية خاصة المخاطر الائتمانية، ومخاطر الأصول، حيث من خلاله يمكن التأمين على الأصول الاستثمارية ضد كافة مخاطر تلك الأصول.¹

رابعاً: الإحتياطات

وذلك باقتطاع ما يزيد عن نسبة محددة من أرباح الصكوك (تمثل العائد المتوقع دورياً) ويتم الاقتطاع من الربح الإجمالي قبل اقتطاع مقابل الإدارة، لأن الاستفادة منه تعود على حملة الصكوك ومدير الصكوك، وهو لضمان العائد المتوقع دون اشتراط من الإدارة.²

ويصلح تكوين الإحتياطات مع كل أنواع الصكوك الاستثمارية التي تدر عوائد دورية، بتحديد نسبة معينة من العوائد المحققة في كل دورة، وإن أي أرباح يحققها المشروع فوق معدل العوائد الدورية، تودع في صندوق الإحتياطات، كما أنه يمكن للمؤسسة وبموافقة حملة الصكوك اقتطاع نسبة من الأرباح، ولو لم يحقق المشروع فائض أرباح لهذا الغرض.³

خامساً: التحوط

مصطلح التحوط (hedging) يستخدم للدلالة على تحييد المخاطر وتقليصها.⁴ ويستخدم التحوط في إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية، كون التحوط هو ضرب من التأمين، يهدف إلى حماية الأصول من تغير غير موات، غير متوقع وغير مرغوب في قيمتها، وذلك بأقل كلفة.⁵ وهناك عدة طرق للتحوط تحقق هذا الهدف يمكن الاستفادة منها في تقليل المخاطر، وأهمها:⁶

*التحوط الاقتصادي: وهذا النوع من التحوط لا يتطلب الدخول في ترتيبات تعاقدية مع أطراف أخرى بقصد التحوط، فهو تحوط منفرد يقوم به الشخص الراغب في اجتناب المخاطر، وأبرز هذه الأساليب وأقدمها هو تنويع الأصول الاستثمارية، حيث يعتبر هذا الأسلوب أفضل سلاح لمواجهة المخاطر، كما يندرج تحت هذا الأسلوب ما يسمى بالتحوط الطبيعي: بمعنى أن توفق المؤسسة بين التزاماتها وأصولها لتكون من نفس العملة أو بنفس طريقة التسعير لتحييد مخاطرها.

1 - أشرف محمد، دواية، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 21-22.

2 - عبد الستار، أو غدة، "المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها"، ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم) المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، بجدة، خلال الفترة 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق لـ 24-25 مايو 2010م، ص 06.

3 - ربيعة، بن زيد، "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)"، مرجع سابق، ص 235.

4 - سامي بن إبراهيم، السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1428هـ/ 2007م)، ص 66.

5 - عبد الرحيم عبد المجيد، الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15 (1423هـ-2003م)، ص: 27-53.

6 - زياد، الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها"، مرجع سابق، ص 14.

*التحوط التعاوني: يمكن للمنشأة الاستفادة من هذا الأسلوب في التحوط من شتى أنواع المخاطر، وذلك من خلال إنشاء صناديق تعاونية تنشأ لهذا الغرض، وتدار من قبل جهات متخصصة في إدارة المخاطر.

*التحوط التعاقدى: وهذا التحوط يقصد به أدوات التحوط القائمة على عقود المعاوضة التي يراد بها الربح.¹

سادسا: التنويع

يقصد بالتنويع قرار المصرف الخاص بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة² فهذه الآلية من شأنها التقليل من مخاطر الصكوك الإسلامية كلما زادت الاستثمارات المكونة لمحفظة الصكوك، وهو ما يسمى " بالتنويع الكفاء" الذي يقوم على أساس تقدير العائد والمخاطر للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية.³

سابعا: الحوكمة

تعتبر كفاءة الإدارة والرقابة على الصكوك الإسلامية سر ربحيتها ونموها، وبقدر كفاءة الإدارة بقدر ما قد تجمع تلك الصكوك بين معضلات الربحية والسيولة والأمان، فضلا عن مراعاة الاعتبارات الأخلاقية والمسؤوليات الاجتماعية، وفي هذا الإطار تعد الحوكمة عاملا من عوامل تحقيق هذه الكفاءة وأما ضروريا لإيجاد نظام رقابي محكم يمكن أن يساهم في تحسين أداء المشروع الاستثماري موضوع الصكوك الإسلامية، من خلال عملية تحسين إدارة المخاطر بتحديدته للجهات وتوزيعه المسؤوليات والصلاحيات بين مختلف الأطراف المشاركة في عملية التصكيك للحد من المخاطر التي تواجه هذه العملية. باعتبار أن حوكمة الشركات هي عمليات تتم بواسطة ممثلي أصحاب المصالح لتوفير إشراف على المخاطر وإدارتها، ومراقبة مخاطر المنشأة والتأكد على كفاية الضوابط الرقابية لتجنب هذه المخاطر، مما يؤدي إلى المساهمة المباشرة في إنجاز الأهداف وزيادة قيمة المنشأة.⁴

المطلب الثالث: تحديات تطوير الصكوك الإسلامية والرؤى المستقبلية

الفرع الأول: تحديات التطوير

رغم الإنجازات والتطور الذي حققته الصكوك الإسلامية سواء على مستوى الأسواق المالية أو المصارف الإسلامية، وسواء كان ذلك على المستوى المحلي أو الدولي، إلا أن هذا التطور تشوبه بعض المعوقات. ولعل من أبرز التحديات التي تواجه تطوير الصكوك الإسلامية، نجملها فيما يلي:⁵

1 - سامي بن إبراهيم، السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سابق، ص 143.

2 - بن موسى، كمال، "المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2004، ص 37-48.

3 - المرجع السابق، ص ص: 37-48.

4 - سليمان، ناصر وربيعة، بن زيد، إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية -دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، مرجع سابق، ص 20.

5 - نوال، بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-" مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011، ص ص: 253-264.

أولاً: الاختلافات الشرعية

تواجه الصكوك الإسلامية حملات متزايدة من قبل الحريصين على الصيرفة الإسلامية وغيرهم، حيث يبالغون أحيانا في تشددهم ويحرمون هذه الصكوك أو المنتجات المالية الإسلامية لأقل الشبهات، وهو ما يؤدي إلى فقدان الثقة بهذه الصكوك، مما يؤدي إلى تراجع الإقبال عليها وتحقيق خسائر أو انخفاض في الأرباح.

ثانياً: غياب الإطار التشريعي والتنظيمي

ينظم عمل هذه الإصدارات ويوحدها وخاصة بالنسبة للاختلافات الشرعية التي تظهر من فترة إلى أخرى، حول شرعية بعض الصكوك الإسلامية.

ثالثاً: التصنيف الائتماني ورقابة المؤسسات المالية الدولية

لا بد قبل إصدار الصكوك الإسلامية من تصنيفها ائتمانياً من قبل وكالات تصنيف ائتمانية دولية وكذلك مشورة صندوق النقد الدولي وغيره من المؤسسات المالية الدولية، وفي ذلك تكلفة كبيرة على حملة الصكوك تخفض كثيراً من العوائد المتوقعة.

رابعاً: نقص الشفافية في بعض الإصدارات

الأمر الذي دعا إلى الحصول على تصنيف ائتماني من مؤسسات التصنيف الائتماني التي ذكرناها سابقاً وذلك لتقليل المخاطر ومخاوف الاكتتاب في بعض الإصدارات.

خامساً: نقص الموارد البشرية المؤهلة

لقد عرفت صناعة الخدمات المالية الإسلامية تطوراً سريعاً، إلا أنها بقيت تعاني من نقص واضح في الموارد البشرية المؤهلة والمدرية في مجال التعامل بالأدوات المالية الإسلامية، ومما لا شك فيه أن ضعف العاملين ستفرض تهديداً من حيث المخاطر التشغيلية، ويعيق في نفس الوقت إمكانية نمو وتطور تداول الصكوك الإسلامية.

سادساً: ضعف أسواق رأس المال

لا تزال الأسواق المتعلقة بالصكوك المالية الإسلامية والسندات الحكومية ضحلة، ولا تزال السوق المالية الإسلامية الدولية المنظمة حديثة العهد. وينبغي أن يحسن القطاع نطاق ومدى تقدم فئات الأصول والخصوم ويطور صكوكاً مالية جديدة وتقنيات مالية تتيح للبنوك الإسلامية تنويع قوائم موازاناتها.¹

سابعاً: تحديات أخرى

توجد تحديات أخرى تقف عائقاً أمام تطوير الصكوك الإسلامية ومنها:

أ) الأزمة المالية العالمية:

في ظل الأزمة المالية العالمية بشكل خاص... ومع تفاقم حالة الركود العالمي على كافة دول العالم، يتوقع انخفاض الطلب على الأصول المساندة للصكوك، مما يخفض من العوائد المتوقعة لهذه الصكوك.

¹ - محمد، القرشي، "تزايد التمويل الإسلامي بسرعة في الوقت الذي ترسخ فيه الصناعة أقدامها فإنها تواجه تحديات تنظيمية فريدة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 42، العدد 04، ديسمبر 2005، ص 49.

كذلك فإن بعض الأصول أو المشروعات التي تساند الصكوك يمكن أن تفلس أو تقوم بتخفيض أعمالها أو إنهائها وهذا أيضا يؤدي إلى انخفاض عوائد الصكوك وربما تحقق خسائر لحملة الصكوك الأمر الذي سيؤدي إلى تراجع الإقبال على الصكوك.¹

ب) ارتفاع تكاليف الإصدار:

كذلك لا بد من مدير استثمار أو مدير صندوق وهو عبارة عن شركة أو مؤسسة مالية أو بنك يعمل على تولي الإصدار وإدارة عمليات الاكتتاب وتغطية الإصدار... الخ، وفي هذا أيضا زيادة تكلفة وزيادة شبه بين الصكوك الإسلامية والتقليدية.²

ج) تحديات متعلقة بالمحاكاة:

حيث إن الصكوك الإسلامية تقوم على محاكاة المنتجة التقليدية، رغم مزاياها فلها أيضا سلبيات. فأبرز مزاياها السهولة والسرعة في تطوير المنتجات. فلا يتطلب الأمر الكثير من الجهد والوقت في البحث والتطوير، بل مجرد متابعة المنتجات الرائدة في السوق وتقليدها من خلال توسيط السلع.³ وأما سلبيات هذه المنهجية (المحاكاة) فكثيرة ومنها:⁴

- أن الضوابط الشرعية تصبح مجرد قيود شكلية لا حقيقية لها ولا قيمة اقتصادية من ورائها.
- وفي ظل المحاكاة تصبح الضوابط الشرعية عبئا وعائقا أمام المؤسسات المالية، إذ هي لا تحقق أي قيمة مضافة، بل مجرد تكلفة إضافية.
- وحيث المنتجات التقليدية تناسب الصناعة التقليدية وتحاول معالجة مشكلاتها وأمراضها، فإن محاكاة هذه المنتجات تستلزم التعرض لنفس المشكلات، وهذا يستلزم محاكاة المزيد من المنتجات التقليدية بحيث تصبح الصناعة الإسلامية في النهاية تعاني من نفس الأمراض والأزمات التي تعاني منها الصناعة التقليدية.
- وإذا قررت بعض المؤسسات الإسلامية التوقف عن التقليد في منتصف الطريق حفاظا على شخصيتها ومبادئها، وقعت في التناقض ووجدت نفسها في طريق مسدود، وأصبحت غير قادة على المنافسة مع المؤسسات التي تمضي في عملية التقليد إلى نهايتها.

1 - كما توفيق، خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 03 يونيو 2009م، ص 27.

2 - المرجع السابق، ص 28.

3 - محمد عبد الوهاب، العزاوي وعبد السلام محمد، خميس، الأزمات المالية (قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها، والدروس المستفادة)، (دار إتراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2010)، ص 216.

4 - المرجع السابق، ص 216.

(د) إضافة إلى ما سبق هناك تحد يواجهه الصكوك الإسلامية لا يقل شأنًا عن التحديات السابقة ويتمثل في ضعف أو انعدام وسائل للتعريف بالصكوك الإسلامية كما يحدث مع الأدوات التقليدية، مما يؤدي إلى عدم تمييزها بالشهرة التي من الممكن أن تشجع الإقبال عليها.

الفرع الثاني: الرؤى المستقبلية

أولاً: الآفاق المستقبلية للصناعة المصرفية الإسلامية والمصارف الإسلامية

من الصعب تقدير آفاق النجاح المالي للمصارف الإسلامية العاملة على أساس المشاركة، لأن المعلومات عن مستوى أدائها قليلة في الواقع، إلا أن هذه المعلومات القليلة تشير إلى أن المصارف الإسلامية قادرة على مزاحمة المصارف التقليدية. ومع ذلك يبدو أن الحلول الملائمة لعدد من المشكلات التي يثيرها التحول الكامل للنظام المالي لا تزال حتى الآن واجبة الإيجاد.¹

كما أن التمحيص في بعض التفاصيل الخاصة والعامة تبرز ضرورة إعادة تصحيح بعض التوجهات وكذلك ضرورة توفر بعض المتطلبات لضمان استمرار نمو المصارف الإسلامية في المستقبل والثقة بها ومواجهة التحديات الماثلة والمتجددة وتمثل أهم هذه المتطلبات ضمن رؤية مستقبلية بما يلي:²

1) وجود تقويم دوري لوسائل التمويل الإسلامية وذلك لأن تجربة المصارف الإسلامية حديثة نسبياً لم يمض عليها زمن طويل مقارنة بالمصارف التقليدية الضاربة في القدم والتجربة، إضافة إلى أن المصارف الإسلامية تطبق وسائل تمويل مختلفة في عالم يغلب عليه التعامل بالوسائل التقليدية.

2) ابتكار أساليب حديثة للتمويل حتى تتمكن من مواكبة التطورات المصرفية وذلك من خلال استحداث وتطوير أدوات مالية إسلامية جديدة تتصف بسرعة التداول لتوفير السيولة السريعة للمؤسسات المالية الإسلامية الأمر الذي يمكنها من زيادة استثماراتها ذات الأجل الطويلة، على أن تكون هذه الأدوات بديلة للوسائل الربوية في أصول وفرعيات العمليات المصرفية.

3) توحيد المفاهيم والرؤى بتشكيل هيئة فتوى شرعية عالمية تشترك جميع المصارف الإسلامية فيها وتكون توجيهاتها ملزمة شرعياً لجميع المصارف لوضع وتوحيد المصطلحات المصرفية مع واقع عملي وذلك ليكون العمل المصرفي متلائماً مع احتياجات المرحلة المقبلة.

4) تأهيل الكوادر البشرية للمصارف الإسلامية القادرة على قيادة العمل المصرفي الإسلامي مستقبلاً وفق أسس عصرية وتنافسية.

5) تحتاج المصارف الإسلامية إلى المزيد من الشفافية والالتزام بالمعايير الدولية التي تتماشى مع أحكام الشرع الإسلامي الحنيف وذلك من أجل المنافسة في جذب الزبائن المحتملين.

¹ - أنجور، كارسن، "الإسلام والوساطة المالية (ترجمة عربية)"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، المجلد 3، العدد 1، (1404هـ/1984م)، ص: 69-108.

² - نجاد عبد الكريم، أحمد، مرجع سابق، ص: 177-193.

6) إيجاد قواعد تنظيمية وتوجيهات واضحة لمساعدة المصارف المركزية على الإشراف والرقابة على المؤسسات مع ضرورة فهم هذه المصارف لخصوصية العمل المصرفي الإسلامي.

7) تقوية الدور الاجتماعي للمصارف الإسلامية وذلك أنه برغم التطور والنمو السريع الذي تشهده المصارف الإسلامية إلا أنها مازالت تتصف بضعف دورها الاجتماعي، ومن الأسباب الرئيسية لذلك ما هو متعلق بتركيبية وحجم هذه المصارف وطريقة توزيعها بين المدينة والريف وما هو متعلق بالتوزيع القطاعي للاستثمارات في المصارف الإسلامية وتركيزها على الاستثمارات في التجارة الداخلية والخارجية وتجاهلها التمويل في القطاعات الأخرى الصغيرة.

8) إن هيمنة قوانين العوامة على النشاط الاقتصادي في العالم، سيدفع باتجاه تخفيض هامش الاستقلالية وحرية الحركة بسبب فرض القوانين التي تحتم جميع المنضويين في نظام العوامة الانصياع إلى طريقة العمل الجديدة. وفيما يخص المصارف الإسلامية فإن بعضها ترفض الاعتراف بمعايير بازل المصرفية الدولية (حيث أن البعض الآخر تأخذها على محمل الجدوية المطلقة وتتعامل على أساس التطبيق الفعلي) على اعتبارات تخص طبيعة عمل المصارف الإسلامية المختلفة وتشكيل أصولها وتمويلها المالي المختلف عن بقية المصارف. وفي هذا الإطار لا بد للمصارف الإسلامية من أخذ المبادرة بشكل جامع وقيادة التغيير نحو المستقبل والعالمية، فأما التوجه للانسجام، أو مواجهة العالم بمعايير جديدة إسلامية إذا كانت معايير بازل لا تتناسب مع عمل المصارف الإسلامية.

ثانيا: الآفاق المستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية

لقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى قيام السلطات النقدية والبنوك بإعادة النظر في الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية السائدة.

والواقع أن الهندسة المالية الناتجة عن المصرفيين ذوي الخلفيات التقليدية العاملين بالبنوك الإسلامية، تسعى إلى ابتكار أدوات مالية تعتمد على التوسع بالتورق المصرفي والمراجحة للآمر بالشراء، بدلا من المشاركة والمضاربة والسلم والاستصناع وغيرها من الصيغ الفاعلة في الاقتصاد وذلك للاعتبارات التالية:

- سهولة الهندسة المالية التقليدية.
 - حاجة الهندسة المالية الإسلامية إلى عمق في علوم الشريعة.
 - التركيز على صيغ المدائيات بحثا عن الربح في الأجل القصير.¹
- ويمكن التأكيد بأنه إذا ما بقي الحال على ما هو عليه من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجات تقليدية، فإن مستوى المنتجات المالية الإسلامية سينحدر ليصل إلى نقطة يتقارب فيها مع مستوى الخدمات التقليدية. وستكون الصناعة المالية الإسلامية أمام ثلاثة مشاهد (سيناريوهات) محتملة في المستقبل المنظور:

¹ - صالح، صالح وعبد الحليم، غربي، "دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 5-6-2009، ص 19.

-المشهد الأول: (الأقوى احتمالاً): يتمثل في الاستراتيجية التي يجب أن تتبناها الصناعة المالية الإسلامية لتحقيق استدامتها، فالمطلوب منها أن تتحول في المستقبل العاجل إلى استغلال المخزون الاستراتيجي من الصيغ الفقهية الشرعية للمنتجات الإسلامية الأصيلة في عمليات التطوير والابتكار، حتى تحافظ على هوية الصناعة وتلبي احتياجات السوق وتسهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المحلية.

-المشهد الثاني (الأقل احتمالاً): يتمثل في أن تشابه المنتجات المالية الإسلامية تشابهاً كبيراً مع بعض المنتجات المالية التقليدية، وهو أمر سيعمل حتماً على دعم المنتجات المالية التقليدية ورفع مستوياتها واستدامة صناعتها، تماماً كما يعمل على إضعاف خصوصية ومزايا الصناعة المالية الإسلامية ومنتجاتها.

-المشهد الثالث (الأضعف احتمالاً): يتمثل في اندثار المنتجات المالية الإسلامية نتيجة عدم تطوير منتجات أصيلة تدعم استدامة الصناعة، ونتيجة لاستفادة المنتجات المالية التقليدية من عمليات الهيكلة الشرعية لمنتجاتها، فستصبح جميع المنتجات من نتاج الصناعة التقليدية.

وكان المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية قد وضع خطة مستقبلية لإنشاء "مركز التسجيل وتطوير المنتجات"، ورسالة هذا المركز هي: إيجاد البيئة المناسبة لدعم عمليات البحوث والتطوير، وتحفيز جوانب الإبداع والابتكار للمنتجات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية واحتياجات العملاء، وإيجاد آلية مناسبة لحماية تلك المنتجات.¹

وتحدد الأهداف الأساسية لهذا المركز في خمسة مجالات رئيسية تلخصها كلمة "ثبات" وهي: ثقة ببحوث، تطوير، اعتماد، تسجيل، بحيث:²

- (ث) ثقة: العمل على بناء ودعم الثقة لدى المؤسسات المالية والأفراد، بحيث تبادر البنوك الإسلامية وتكثف جهودها الابتكارية في بيئة محفزة وحامية لحقوق أصحابها، كما يتأكد العملاء من مهنية الخدمات المالية الإسلامية التي تقدم إليهم وسلامتها الفنية والشرعية.

- (ب) بحوث: إيجاد جو تنافسي بين الباحثين وتوجيههم نحو البحوث التي تهتم بابتكار وتطوير المنتجات المالية وتبتعد عن التقليد والإفراط في البحوث النظرية، وذلك من خلال نظام تسجيل وحماية يحفظ لهم حقوقهم.

- (ت) تطوير: نشر ثقافة التطوير داخل صناعة الخدمات المالية الإسلامية وتحسين القدرات الابتكارية، وتسهيل تبادل الخبرات، ودعم الجهود الفردية هذا المجال، بالإضافة إلى المبادرة باستكشاف فرص التطوير وتصميم منتجات جديدة.

- (أ) اعتماد: وضع آليات محددة لاعتماد وتسجيل وترخيص المنتجات الجديدة ويشمل ذلك توفير الإمكانيات المادية والبشرية، وصياغة نظام إجراءات الإبداع، والفحص، والنشر، والاعتراض والترخيص.

¹ - المرجع السابق، ص 20.

² - المرجع السابق، ص ص: 20-21.

- (ت) تسجيل: القيام بإدارة حقوق الملكية المعتمدة بدءاً من عمليات التسجيل إلى متابعة دعاوى الإلغاء ودعاوى التعدي، وكذلك تقصي التجاوزات وكشف المخالفات ومساءلة المعتدين ومتابعتهم بالطرق المناسبة. وما يبعث على التفاؤل حول مستقبل الصناعة المالية الإسلامية بصفة عامة ومستقبل الصكوك الإسلامية بشكل خاص هو دعم البنك الإسلامي للتنمية ومساهمته الفاعلة في إنشاء ما يسمى بمؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، وتشمل مؤسسات البنية التحتية المؤسسات والهيئات التالية:¹

1- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية:

والتي أنشأت عام 1992 بمملكة البحرين بمبادرة من البنك الإسلامي للتنمية وهي تعنى بوضع الإطار المؤسسي الذي يحكم عمليات الرقابة الذاتية فيما يتعلق بعملية الإفصاح وعرض البيانات المالية وتطبيق المعايير المحاسبية التي تتناسب مع طبيعة عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وكذلك لضبط عمليات المراجعة بواسطة مراجعين خارجيين.

2- مجلس الخدمات المالية الإسلامية:

والذي يضم في عضويته عدداً من البنوك المركزية ومؤسسات النقد، أنشئ في كوالالمبور في ماليزيا عام 2002م، كمؤسسة رقابية وإشرافية مقبولة عالمياً لصناعة الصيرفة الإسلامية لتنظيم علاقاتها مع البنوك المركزية في بلدانها ومع النظام المالي العالمي من جهة ثانية.

3- الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف:

لاحظ البنك الإسلامي للتنمية معاناة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في علاقتها بعمليات التصنيف العالمية التقليدية، ويرجع ذلك إما لعدم الدراية الكاملة لهيئات التصنيف التقليدية بعمليات الصيرفة الإسلامية أو لتحاملها، إزاء هذا الأمر سعى البنك الإسلامي للتنمية بالتعاون مع دولة ماليزيا وأنشأ الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف لتكون هيئة متخصصة في تصنيف البنوك الإسلامية بمعايير دولية تكون مقبولة للمؤسسات ذات الاختصاص وقد تم ذلك في العام 2002.

4- السوق المالية الإسلامية الدولية:

وجاء إنشاء السوق الذي بذل فيه البنك مجهوداً ملحوظاً كخطوة رئيسية في تحقيق التكامل والتوافق بين أعمال مؤسسات التمويل الإسلامية وتوحيد مقاييس المنتجات المالية الإسلامية، وجعل صناعة الصيرفة الإسلامية تنافسية.

5- مركز إدارة السيولة:

كذلك ساعد البنك في إنشاء مركز لإدارة السيولة بمملكة البحرين كعنصر أساسي لعمل السوق المالية الإسلامية الدولية، وكنافذة لتعبئة موارد الاستثمار من خلال أدوات مالية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ - بشير عمر محمد، فضل الله، مرجع سابق، ص ص: 20-21

ويتولى البنك والمركز معا إدارة إصدار صكوك لحكومة البحرين، ومن المتوقع أن تخلق هذه الصكوك دافعا قويا لنشاط السوق الثانوية في الدول الأعضاء.

6- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية:

قام البنك في عام 2001م بلعب دور خاص في إنشاء المجلس وهو عبارة عن كيان دولي مستقل لا ينشد الربح يهدف إلى تنمية وتطوير المؤسسات المالية الإسلامية ونشر المفاهيم والقواعد ذات الصلة بعمل تلك المؤسسات وتطوير الصناعة المصرفية الإسلامية بشكل عام. وقد تم إنشاء المجلس في البحرين وقد صار مظلة تعاون مهمة لأغلب مؤسسات التمويل الإسلامي.

7- المركز الإسلامي للمصالحة والتحكيم:

ولاستكمال منظومة مؤسسات العمل التمويلي الإسلامي، قام البنك بدور رائد بالتعاون مع دولة الإمارات العربية المتحدة والمجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في إنشاء المركز المشار إليه وقد تم ذلك في عام 2003م، ومقره دبي بدولة الإمارات العربية المتحدة. وكما يشير الاسم فإن الهدف الرئيس للمركز هو التوسط وحل المنازعات المالية والتجارية التي تطرأ بين مؤسسات التمويل الإسلامي، أو بينها وبين أطراف أخرى.

خلاصة الفصل الثالث:

يتعلق تطور أسواق رأس المال الإسلامية بمدى تطور أدواتها، حيث تساهم الصكوك الإسلامية في حماية ومواجهة الأزمات المالية وبالتالي تحقيق الاستقرار المالي فيها، وما يثبت ذلك هي تلك الخصائص التي تميزها والمستمدة من الشريعة الإسلامية.

كما تساعد الصكوك الإسلامية المستثمرين على استثمار أموالهم وتنوع محافظهم الاستثمارية، وتسمح للمدخرين بإيجاد منفذ لتصريف مدخراتهم، كما تساهم في توفير السيولة للمؤسسات المالية والمصارف الإسلامية، كما تساعد المصارف الإسلامية على الاستثمار متوسط وطويل الأجل، كما توفر للحكومة فرصة لتمويل مشاريعها التنموية وتغطية مختلف إحتياجاتها.

وتساهم الصكوك الإسلامية في تحقيق كفاءة سوق رأس المال الإسلامي من خلال كونها أدوات مالية مضافة إلى أسواق رأس المال الإسلامية، كما تساهم في جذب متعاملين جدد في السوق مما يؤدي إلى إتساعه، يضاف إلى كونها تساهم في تحقيق الأمان في السوق نظراً لما تتمتع به من ضوابط مستمدة من الشريعة الإسلامية...

ورغم ما تحققه الصكوك الإسلامية من فوائد في سوق رأس المال الإسلامي إلا أنها تواجه تحديات ومخاطر تجعل من الأهمية العمل على تطويرها كي تلبى متطلبات تطوير هذه السوق، ومن التحديات التي تواجه الصكوك الإسلامية هناك التحديات المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية، وأخرى متعلقة بالمصارف الإسلامية، كما تعاني الصكوك من مخاطر وتحديات متعلقة بها ولعل أهم تحدٍّ هو تطوير أسواق المال الإسلامية، إضافة إلى تحدي المحاكاة والتقليد للأدوات المالية التقليدية... إلا أن الواقع العملي يبشّر بالمستقبل المزدهر للصكوك الإسلامية وذلك من خلال التزايد المعترف للمؤسسات المالية الداعمة للصناعة المالية الإسلامية ككل، وكذا تزايد التعامل بالصكوك على المستوى الدولي والعالمي.

الفصل الرابع:

واقع التعامل بالصكوك الإسلامية في سوق
رأس المال الإسلامي الماليزي

تمهيد:

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري إلى سوق رأس المال الإسلامي ومختلف مبادئه والمعاملات التي تتم فيه إضافة إلى مختلف الأدوات المتداولة فيه، وكذا سبل تطويره وتنشيطه من خلال ما يعرف بالهندسة المالية الإسلامية التي تعتمد على التصكيك لإنتاج أدوات مالية مختلفة أهمها الصكوك الإسلامية، كهي تؤدي أدوار مختلفة خاصة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، حاولنا في هذا الفصل إسقاط بعضا من الدراسة النظرية على سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعد ماليزيا من أهم الدول في العالم التي تملك نظاما ماليا إسلاميا متميزا، وسوقا لرأس المال متطورا، وهذا التطور هو في الحقيقة جزءا من الدورة التنموية التي قامت بها ماليزيا في شتى المجالات.

يلعب سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا دورا كبيرا في تشجيع هذا التطور الحاصل، ولذلك زاد الاهتمام به من قبل الحكومة الماليزية فحاولت تطويره وتنشيطه بمختلف الوسائل، فتم اللجوء إلى ما يعرف بالتصكيك الإسلامي في هذا المجال وأصبحت ماليزيا بلدا رائدا في سوق الصكوك العالمية.

ومحاولة منا في تسليط الضوء على ما أضافته الصكوك الإسلامية إلى سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تم تقسيم هذا الفصل إلى خمسة مباحث وهي :

المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال الماليزي والرقابة الشرعية عليه.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة سوق رأس المال الاسلامي الماليزي.

المبحث الثالث: إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض التنمية الاقتصادية.

المبحث الرابع: إصدارات الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي وأثرها على المتعاملين فيه.

المبحث الخامس: أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الاسلامي الماليزي واستقراره.

المبحث الأول: مدخل لسوق رأس المال الماليزي والرقابة الشرعية عليه.

يعد النظام المالي الماليزي من أشهر وأقوى أنظمة الاقتصاد الإسلامي عبر العالم، وما ساعد على ذلك العمل الجبار الذي قامت به ماليزيا خاصة من خلال أفكار علمها ورئيسها محمد مهاتير، حيث وبفضل خطته حققت ماليزيا معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي، ومنافسة النظام المالي الإسلامي للنظام المالي التقليدي حيث شهدت المالية الإسلامية في ماليزيا تحقيق معدلات نمو جعلها تتربع على عرش السوق المالية الإسلامية في العالم خاصة في مجال الصكوك الإسلامية.

كما أصبح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي أهم مكونات سوق رأس المال ولعب دورا كبيرا في نمو الاقتصاد الماليزي نظرا لتنظيمه، وكذا الدور البارز لهيئات الرقابة في هذه السوق، وتناولنا في هذا المبحث مختلف هذه المفاهيم والحقائق حول سوق رأس المال في ماليزيا.

المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال الماليزي ووظائفه.

الفرع الأول: نشأة سوق رأس المال الماليزي.

نشأ النظام المالي الماليزي المنظم بتأسيس البنك المركزي الماليزي Bank Negara Malaysia بتاريخ 24 جانفي 1959م، وبدأت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية في الصناعة المطاطية والقصديرية.¹

ويعود تاريخ سوق رأس المال الماليزي إلى عام 1930م أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورة كنقابة منظمة للتعامل في الأوراق المالية، وفي تاريخ 09 ماي 1960م تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورة وكوالالمبور حيث أدخل نظام الغرف التجارية، إذ يكون في كل واحدة منها نفس الأوراق المالية المدرجة ونفس الأسعار وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية (خط هاتفي مباشر)²، وفي سنة 1964م شكّلت البورصة الماليزية للأوراق المالية، وخرجت سنغافورة من الاتحاد الماليزي واستمرت البورصة في أداء وظائفها كونها بورصة مشتركة بين دولتي ماليزيا وسنغافورة³، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة⁴.

وتعتبر بورصة كوالالمبور للأسهم في الوقت الراهن أساس سوق رأس المال في ماليزيا والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات وساطة الأوراق المالية في تعاملات الأوراق المالية، ويتحقق من استيفاء أسس ومتطلبات القيد ومعايير الإفصاح وأخيرا مراقبة أداء السوق⁵.

¹ - نصابة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 237.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 173.

³ - عاطف وليم، أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2005)، ص 208.

⁴ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 173.

⁵ - عاطف وليم، أندراوس، مرجع سابق، ص 208.

إن عملية تطوير سوق رأس المال الماليزي قد تمت من خلال عملية تدريجية، ويعتبر هذا السوق قطاعا جديدا مقابل القطاع المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية، إلا أن هذا السوق قد تطور أكثر في فترة الثمانينات والتسعينات، وكانت بداية نمو سوق رأس المال في أوائل الثمانينات بهدف رئيسي لسد احتياجات القطاع العام من خلال إصدار الأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS وعليه أصبح القطاع العام قطاعا أساسيا لتطوير الاقتصاد الوطني¹.

وقد تطور سوق رأس المال الماليزي تطورا ملحوظا بعد عام 1993م بتأسيس هيئة للأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات، وبغرض تدعيم هذه السوق إلتزمت الحكومة الماليزية بالاعتماد على الخطط الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي Malaysia Capital Market Masterplan التي افتتحها وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فيفري 2001م بستة أهداف جوهرية منتظمة²:

- 1- جعل سوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
 - 2- تشجيع إدارة الاستثمار وإنشاء بيئة استثمارية أمثل للمستثمرين.
 - 3- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق.
 - 4- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
 - 5- جعل أنظمة الرقابة قوية ومنظمة.
 - 6- جعل ماليزيا مركز دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.
- وفي 2004/09/14م تغير إسمها وأصبحت تسمى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة³.

¹ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 237.

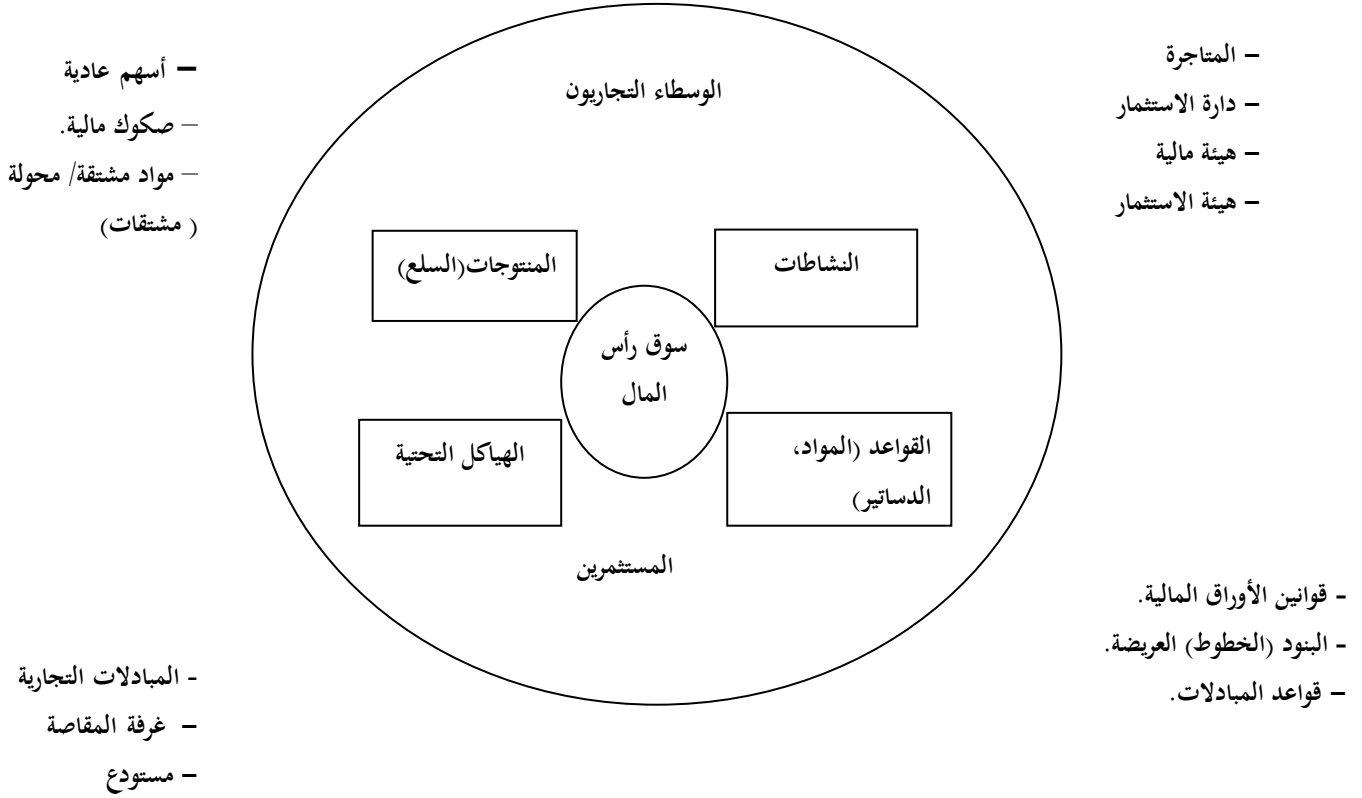
² - المرجع السابق، ص 238.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 173.

الفرع الثاني: وظائف سوق رأس المال الماليزي.

يقوم سوق رأس المال الماليزي على مبادئ يوضحها الشكل الموالي:

الشكل رقم (16) : مبادئ سوق رأس المال الماليزي.



المصدر: نسبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 239

ويعتمد سوق رأس المال الماليزي هذه المبادئ ليؤدي وظائف هامة في الاقتصاد الوطني الماليزي تتمثل هذه الوظائف في¹:

1) يعتبر سوق رأس المال الماليزي أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون صندوق الحجاج، والأفراد من جهة والقطاعات التي تعاني عجزا على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال بالطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب، داخل الاقتصاد ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق الماليزي.

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص: 174-175.

- (2) من خلال هذا السوق استطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وشركات التأمين، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد بتجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا.
- (3) تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال لأهداف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية، وتطور الملكية للشركات ذاتها.
- (4) يساعد السوق عمليات التطور الاقتصادي الماليزي، وذلك بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة، واستثمارات الشركات الخاصة.
- (5) يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يوميا في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.
- (6) يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار طويلة ومتوسطة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- كما يؤدي سوق رأس المال الماليزي وظائف أخرى تتمثل في :
- (7) تعبئة رؤوس الأموال من المستثمرين المحليين والأجانب في القطاعين العام والخاص في سوق رأس المال الماليزي لأنشطتها وتطور الاقتصاد الماليزي، إلى جانب أنه يساعد النظام المصرفي الماليزي في تصكيك أصوله للحصول على السيولة.¹
- (8) كما أن ظهور سوق رأس المال الماليزي تستفيد منه وحدات النظام الاقتصادي الماليزي سواء أكانت وحدات الفائض أم العجز.²

الفرع الثالث: أقسام سوق رأس المال الماليزي.

ينقسم سوق رأس المال الماليزي إلى ثلاثة أقسام هي:

1- سوق الملكية . Equity Market

2- سوق السندات. Bond Market

3- سوق المشتقات. Derivatives Market

¹ - نصبة، مسعود، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 240.

² - المرجع السابق، ص 241.

أولاً: سوق الملكية Equity Market :

إن سوق الملكية الماليزي هو عبارة عن تلك السوق التي تتوفر فيها المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية مثل الأسهم وصناديق الاستثمار وخدمات السمسرة وتتكون أدواتها من¹:

- 1- الأسهم العادية*.
- 2- الأسهم الممتازة**.
- 3- شهادة الشراء من الأسهم الموجودة: هي حق يسمح لصاحبها بشراء كمية من أسهم الشركة المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معين مسبقاً وليس إلزامياً، إذا هي حق وليس التزاماً.
- 4- شهادة الشراء من الأسهم الجديدة: وهي تعطي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمان معين في فترة محددة مسبقاً، ولها مدة استحقاق محددة (بحدود عشر سنوات) حيث إذا كان حامل الحق (المستثمرون) لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق، فليس له حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وفي وقت التنفيذ لهذه الشهادات، ستصدر الشركة أسهماً إضافية لتنفيذ إلتزامها للحصول على سيولة من الأسهم².

ثانياً: سوق السندات Bond Market :

سوق السندات في ماليزيا عبارة عن سوق غير منظمة Over The Counter- OTC التي يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة في هذا السوق تشير إلى سندات تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة، وتعتبر هذه السوق وسيلة بديلة من وسائل الحصول على القروض والتمويل الخارجي طويل الأجل³.

وتغطي سوق السندات الماليزية بإصدارات السندات من طرف الحكومة الماليزية والتي تعرف بالأوراق المالية الحكومية (MGS)، وكذا إصدارات السندات من طرف الشركات الخاصة، والتي تعرف بأوراق الدين الخاصة (PDS)*⁴.

أي أن السندات المتداولة في سوق السندات الماليزية هي:

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص175.

*- تم التطرق إليها في الفصل الأول- المبحث الثالث.

** - تم التطرق إليها في الفصل الأول- المبحث الثالث.

² - المرجع السابق، ص175.

³ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجاً"، مرجع سابق، ص 243.

⁴ - chapter 5 :financial system of Malaysia, on line:

http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/I_M/Chapter5.pdf, in:07-05-2014.

*-PDS: Private Debt Secuiriries.

1- السندات الحكومية:

في ماليزيا أصدرت الحكومة الماليزية السندات الحكومية الأولى في أواخر السبعينات للاكتتاب العام وكانت معروفة بالأوراق المالية الحكومية الماليزية MGS وتعتبر أوراقا مالية من الدرجة الأولى لأنها تمثل قرضا تحصل عليه الحكومة من الأفراد أو الهيئات، بهدف الإنفاق العام، وفيها تتضاءل مخاطر التوقف عن السداد، وتصدر هذه السندات لتمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، ويمكن أن تصدر من خلال نظام المزاد العلني Auction system والاككتاب، لكنها يمكن أيضا أن تشتري في السوق الثانوية أو بواسطة بنك نيغارا المركزي الماليزي نيابة عن حكومة ماليزيا، وإن سعر السندات الحكومية يتأثر بقائمة أسعارها في البنك المركزي الماليزي التي تنشرها شهريا، بالإضافة إلى العرض والطلب السائد للسندات.¹

2- سندات الشركات:

يتم إصدارها في ماليزيا من طرف القطاع الخاص لتمويل مشاريعها ويمكن أن تصدر الشركات على أسس المبادئ التقليدية أو الإسلامية، وكان حجم إصدار سندات الشركات على الأساس التقليدي.² كما أن ظهور هذه السندات في السنوات الأخيرة يلعب دورا بارزا في تعزيز وتطوير سوق رأس المال في ماليزيا مقابل سوق السندات الحكومية والقطاع المصرفي، إذ أنه أثر في تغيير السياسة الحكومية التي تهتم بالقطاع الخاص في تطوير الاقتصاد الماليزي.³

ثالثا: سوق المشتقات Derivatives Market :

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي تتبعه ماليزيا لتطوير نظامها المالي بصفة عامة وسوقها للأوراق المالية بصفة خاصة ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا نشأت الحاجة لإدخال أدوات المشتقات المالية في السوق لتمارس دورا هاما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطورا، وبالفعل بدأت صناعة المشتقات تتبلور في ماليزيا في يوليو 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للبضائع Kuala Lumpur Commodity Exchange (KLCE)، والتي اعتبرت الأولى من نوعها في جنوب شرق آسيا.

وقد شهدت صناعة الأوراق المالية في ماليزيا تطورا نوعيا جديدا مع إنشاء بورصة كوالالمبور للخيارات والمستقبلات المالية (KLOFFE) Kuala Lumpur Options Of Financial Futures Exchange في نهاية عام 1995م، ليصبح في السوق الماليزية للأوراق المالية أدوات قادرة على إدارة المخاطر، وقد أعقب ذلك تأسيس بورصة ماليزيا للنقد في عام 1996م Malaysian Monetary Exchange (MME) وفي عام 1998م تم اندماج بورصة KLCE مع بورصة MME لتشكل بورصة ماليزيا للسلع والنقود Commodity Of Monetary Exchange Commex Malaysia وفي عام 2001م تأسست البورصة الماليزية للمشتقات Exchange

¹ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 245.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 176.

³ - نصبة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص 245.

Malaysia Derivatives ككيان جديد نشأ من اندماج بورصة KLOFFE وبورصة Commex يعمل على توفير أدوات إدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل بورصة MEDX تحت إشراف لجنة الأوراق المالية كما تخضع لسلطات وزارة المالية الماليزية، ويحكمها قانون المستقبلات الصادر في عام 1993م، وتداول في هذه السوق العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية.¹

وهناك نوعان من العقود المتداولة في هذه السوق هما:²

أ- عقود المستقبلات: وهي ثلاثة أنواع:

أ-1 **عقود المستقبلات للسلع:** ويتم فيها تداول العقود التالية:

- عقود المستقبلات لزيت النخيل الخام (FCPO) Crude Palm Oil Futures، طرحت في أكتوبر 1980 وهي أول العقود المتداولة.

- عقود المستقبلات لزيت نواة النخيل الخام (FPKO) Crude Palm Kernel Oil Futures، طرحت في فبراير 2004.

أ-2 **عقود مستقبلات الملكية EQUITY FUTURES:** في ديسمبر 1995 تم طرح عقود المستقبلات لمؤشر كوالالمبور المركب (FKLI) Kuala Lumpur Index Futures، ويتم تداولها استنادا إلى مؤشر كوالالمبور المركب (KLCI) الذي يمثل سوق الأسهم الماليزية.

أ-3 **عقود المستقبلات المالية Financial Futures:** و تتكون من:

- عقود المستقبلات لمعدلات الاقتراض بين بنوك كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3) 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures، تم طرحها في مايو 2004.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث سنوات (FMG3) 3 Year Malaysian Government Securities FUTURES، طرحت في سبتمبر 2003.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5) 5Year Malaysian Government Securities FUTURES، طرحت في مارس 2002.

- عقود المستقبلات للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة عشرة سنوات (FMG10) 10 Year Malaysian Government Securities FUTURES، طرحت في سبتمبر 2003.

ب- **عقود الخيارات:** وتتمثل في عقود الخيارات لمؤشر كوالالمبور المركب (OKLI) Kuala Lumpur Composite Index Options، التي طرحت في ديسمبر 2000.³

¹ - عاطف وليم، أندراوس، مرجع سابق، ص 210.

² - نورين، بومدين، "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، بحث منشور في مجلة على الرابط: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=74106> تاريخ الاطلاع: 14-04-2014، ص ص: 120-147.

³ - المرجع السابق، ص ص: 120-147.

المطلب الثاني: سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والرقابة الشرعية على معاملاته.

يعتبر سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من أهم مكونات النظام المالي الماليزي ككل، إضافة إلى أنه يعتبر من أشهر وأنشط الأسواق الإسلامية لرأس المال إذا ما قورن مع بقية التجارب في هذا المجال كالسودان والبحرين وباكستان.

الفرع الأول: ماهية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ونشأته.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

تم تعريف سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية بأنه : ذلك السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل، والتي تكون متوافقة بصفة تامة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتكون خالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالمعاملات القائمة على الربا والمقامرة والغرر وغيرها، فهو سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية، وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية.¹

كما يؤدي هذا السوق دورا كبيرا في تعبئة وتجميع الموارد المالية وتوجيهها لتمويل المشروعات التنموية وفقا لنظم التعامل في الشريعة الإسلامية، وقصد ضمان إلتزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشرع الإسلامي، يتم إخضاع نشاطات السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين، والخبراء والمتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، خاصة إذا تعلق الأمر بالمعاملات المالية، وهذا من شأنه تعزيز ونشر الثقة بين السوق والمستثمرين.²

وبعبارة أخرى هي السوق التي تتم النشاطات فيها بطريقة لا تتعارض مع مبادئ الإسلام، وهذا ما يمثل تأكيد العزم والنية على استسقاء صفات سوق الأوراق المالية من الشريعة الإسلامية، أين تكون السوق حرة أو خالية من جميع النشاطات والعناصر المحرمة مثل الربا والميسر والغرر.³

ثانيا: أهمية سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

تلعب هذه السوق دورا هاما شأن الأسواق الأخرى في دعم النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما تلي هذه السوق احتياجات الأغلبية الملايوية الإسلامية من الموارد المالية وأدوات الاستثمار المالي الإسلامي، وقد بدأت السوق الإسلامية كسوق موازية للسوق التقليدية للأوراق المالية، وشكلت مع البنوك الإسلامية وشركات التكافل أهم دعائم النظام المالي الإسلامي في ماليزيا، غير أن تطور هذه السوق ظل مرهونا بضرورة توفير بنية تحتية تنظيمية لها.

¹ - نبيل خليل طه، ستور، مرجع سابق، ص 99.

² - المرجع السابق، ص 99.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 178.

- وكانت المبادرة الأولى لتحقيق هذا الهدف هي إنشاء وحدة للسوق الإسلامية لرأس المال، أنيط بها وضع خطة طويلة الأجل لتنمية السوق وتقويته إلى جانب إجراء البحوث اللازمة في ذلك المجال.¹
- ويقوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بتلبية الطلبات المتزايدة من جمهور المسلمين الماليزيين على الأدوات المالية الإسلامية، ويقدم هذا السوق العديد من الخدمات ومنها:²
- (1) توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية: يتيح سوق رأس المال الإسلامي فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالحرمة الشرعية، وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة أنشطة هذا السوق لأحكام الشريعة الإسلامية مما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة إلى حماية حقوقهم القانونية وإعداد كافة التشريعات والقوانين اللازمة وتقديمها للجهات المختصة وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية.
 - (2) توفير الأدوات المالية المتوافقة مع البعد الشرعي والقانوني: يتيح السوق الفرصة للجهات المهمة لإصدار الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لاسيما الأسهم العادية والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق، لتعزيز ثقة الجمهور بالجهات المصدرة للأدوات المالية الشرعية، كما توفر السوق الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية والتداول بها في السوق.
 - (3) الإشراف والرقابة على كافة المعاملات: أصبحت هيئة الأوراق المالية الماليزية جهة رقابية رئيسية، وهي مسؤولة عن تطوير وتدعيم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والعالمي والتعاون مع مشاكي السوق، وقد اعتبرت الهيئة من الأهداف الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي جعل ماليزيا مركز دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولتحقيق هذا الهدف فإن الهيئة قد عملت على ترويج الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المحلي على المستوى العالمي من خلال الندوات والدورات وغيرها، لجذب المستثمرين الأجانب لتوظيف أموالهم في المشاريع المحلية.
 - (4) تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي: يساهم سوق رأس المال الإسلامي في التنمية المستدامة الماليزية لاسيما في المشاريع التنموية للقطاعات العام والخاص، وذلك من خلال تعبئة الأموال الفائضة لأصحاب الأموال، وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، ومتماشية مع رغبة المستثمرين في توظيف أموالهم في المشاريع الاستثمارية الإسلامية التي تدر عليهم 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.³

¹ - عاطف وليم، أندراوس، مرجع سابق، ص 209.

² - علام، عبد النور، مرجع سابق، ص 112.

³ - المرجع السابق، ص 113.

ثالثاً: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

لاشك أن لكل سوق رأس مال خصائص تميزه وتظهر سماته، وكذا تجعله واضح المعالم والأبعاد وهي حالة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والذي يتميز بالخصائص التالية:¹

1- الإشراف والرقابة الشرعية:

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقتها هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة باعتبارها المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.

وقد أكدت التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على الدور الأساسي للمستشار الشرعي، في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها.

2- العمليات والخدمات المقدمة خالية من أي محظور شرعي:

وتعد هذه الخاصية الميزة الشرعية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معاملة هو إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذاً وعطاءً لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر 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 والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية.

3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفقاً لأحكام وعقود الشريعة مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة وعقود المستقبلات، ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية المشتقة لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا، والأدوات المالية المتداولة في السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما تعلق بإصدارها أو تداولها.

4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

وتعد هيئة الأوراق الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذا السوق. ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة: التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع لتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي وفقاً لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية، كما توفر الجهات المعنية

¹ - المرجع السابق، ص 113.

معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق.¹

الفرع الثاني: تاريخ نشأة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.
أولاً: التطور التاريخي لسوق رأس المال الإسلامي.

تعود بداية إنطلاق أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا، في بداية الستينات من القرن الماضي، حيث تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962م، والتي تعنى بإدارة أموال الحجاج بطريقة تستند إلى معايير وأحكام الشريعة الإسلامية، في حين كانت بداية تطور العمل الإسلامي المصرفي في ماليزيا في عام 1983م موازاة مع صدور قانون العمل المصرفي الإسلامي الذي دخل حيز التطبيق في السابع من أفريل 1983م من خلال مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وفي ذات السنة (1983م) أسس أول بنك إسلامي ماليزي، بعد ذلك أسست شركة التامين التكافلي الإسلامي الماليزي في سنة 1984م، بعدما صدر قانون التامين الإسلامي في ذات السنة.²

وقد أدى ذلك إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في المصارف التجارية التقليدية المعروفة في عام 1993م باسم نظام العمل المصرفي غير الربوي وذلك بإيجاز من البنك المركزي الماليزي، وقد كانت النقلة النوعية في أداء السوق المالي الإسلامي الماليزي في عام 1990م بإصدار أول الصكوك الإسلامية للتداول أول مرة في السوق المحلي عام 1990م وذلك لتمويل عمليات التوسع لشركة " شل " العاملة في مجال الطاقة والغاز، وقد تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه³، حيث بلغت نسبة رصمة السوق الإسلامية إلى السوق الإجمالية في نهاية 2013م ما يقارب 60,5%⁴ وبلغت نسبة الأسهم الموافقة للشريعة الإسلامية في نفس السنة 71% من إجمالي الأسهم المسجلة في السوق.⁵

وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى أن مجلس الخدمات المالية الإسلامية في ماليزيا قد قام في يناير 2009 بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بها، كما قام المجلس بمعالجة التعرض لمخاطر الصكوك بهدف معالجة تخفيف

¹ - المرجع السابق، ص114.

² - Bank Negara Malaysia, annual report 2004, p: 12.

³ -- مهند ممدوح، أبو شعبان، " مقترح فتح نافذة إسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 1431هـ - 2010م، ص60.

⁴ - Securities commission Malaysia, Annual report 2013, p : 18.

⁵ - Ibid, p135.

مخاطر الائتمان التي تتعرض لها عملية التصكيك بالإضافة إلى معالجة التعزيز الائتماني المقدم من المصدر ومعالجة التعزيز الائتماني حسب هيكلته.¹

ثانياً: أسباب تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

تعد التطورات الايجابية التي مر بها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خطوة جوهرية في بنائه وتنظيمه حيث يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وقد ساهمت الهيئة مساهمة أساسية في تطوير هذا السوق، ومن أهم المجالات التي ساهمت في توفيرها:²

(1) توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوادث المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، حيث خصص لهذا الجانب تشكيل الجهة الإدارية للهيئة، واللجنة الاستشارية الشرعية التي تهتم بعمل الدراسات والمناقشات الدورية، وتم إنشاء مكتبة الدراسات والبحوث للموظفين أو المتعاملين في هذا السوق أو الجمهور.

(2) المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.

(3) تقدم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات والمحاضرات وغيرها من الأساليب التي تقدم الصورة الكاملة لهذا السوق وطبيعته وأنشطته.

ولعل من الأسباب التي ساعدت على تطوير هذا السوق ما يلي:³

(1) تأسيس أول صندوق استثمار مالي إسلامي في 1993م تحت اسم Arab Malaysia TABUNG (Itatikal)

(2) إنشاء أول شركة سمسة إسلامية تحت اسم BIMB securities SDN. BND سنة 1994م.

(3) تكوين قسم سوق رأس المال الإسلامي سنة 1994م.

(4) إنشاء أول إصدار عالمي للصكوك الماليزية سنة 2001م، وهو إصدار الصكوك العالمية للإجارة ناهيك عن الإصدارات المحلية.

¹ - مهند ممدوح، أبو شعبان، مرجع سابق، ص60.

² - نصبة، مسعودة، مرجع سابق، ص257.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص179.

الفرع الثالث: الرقابة الشرعية على سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

أولاً: تعريف الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

الرقابة الشرعية من الوظائف التي ظهرت مع ظهور قسم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لهيئة الأوراق المالية الماليزية، لأن بعض الأنشطة في هذه السوق تحتاج إلى الاجتهاد لذلك كانت الحاجة ماسة لإيجاد هذه الجهة.

وفي التجربة الماليزية، فإن الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى إلتزام سوق رأس المال الإسلامي بإحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.¹

ثانياً: لجان الرقابة.

وفي هذا الإطار قامت هيئة الأوراق المالية في ماليزيا بتأسيس:²

- قسم سوق رأس المال الإسلامي.
- اللجنة الاستشارية الشرعية.

1/ قسم سوق رأس المال الإسلامي (ICMD) Islamic Capital Market Department.

في خطوة لتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إتخذت هيئة الأوراق المالية الماليزية القرار بإنشاء قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994م، ويتولى قسم التطوير والإستراتيجية الرقابة عليه، وهو يمثل الجهة الإدارية لهذه الهيئة في عمل الدراسات المتعلقة بأنشطة ومعاملات سوق رأس المال الإسلامي والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق³، ومن الوظائف الأساسية التي يقوم بها هذا القسم:⁴

- (1) الاهتمام بالبحوث والدراسات الخاصة بإصدار الأدوات المالية الإسلامية.
- (2) يعتبر مسئولاً مسؤولة كاملة عن إصدار القوانين الجديدة المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية.
- (3) القيام بتعديل القوانين السابقة التي تخالف مبادئ الشريعة الإسلامية ليكن ممكن تنفيذها في هذا السوق.
- (4) دراسة وتقييم الأسهم الصادرة عن شركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية وتقديم الدراسة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية.

¹ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص120.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص183.

³ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص121.

⁴ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص183.

2/ اللجنة الاستشارية الشرعية Sariah Advisory Council- SAC¹:

شهدت دراسة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا نشاطا مكثفا بعد تأسيس قسم سوق رأس المال الإسلامي، وقد اتخذت الهيئة 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 الشرعية الخاصة في 10 أكتوبر/ تشرين الأول 1994م، وعرفت باللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية.

" Islamic Instrument Study Group - IISG " ، وتعتبر هذه اللجنة لجنة استشارية مساندة، وتتألف هذه اللجنة 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 1995م، ومنذ ذلك التاريخ عقدت ثمانية اجتماعات خلال عام 1995م، لمناقشة القضايا المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

وأهم وظائفها دعم هيئة الأوراق المالية الماليزية لسوق رأس المال الإسلامي لاسيما مساعدتها في دراسة صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من منظور شرعي، وإيجاد البدائل الشرعية لها. وبعد عام على تأسيسها، حققت هذه اللجنة نجاحا باهرا في دراسة أسس تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. بناء عليه فقد اعتبرتها هيئة الأوراق المالية الماليزية تلعب دورا هاما وحيويا في هذا السوق فزادت الحاجة إلى خطوات فعالة لتوسيع دورها لاعتمادها كجهة رسمية ومنظمة، فحلت اللجنة الاستشارية الشرعية محل اللجنة الشرعية لدراسة الأوراق المالية الإسلامية في 16 مايو 1996م وتولت مسؤوليتها الرسمية بالاتفاق مع وزارة المالية الماليزية.

وتتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية اختيار وتعيين أعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية، وتحديد مكافأتهم مدة تعيينهم، بالإضافة لدراسة الأدوات المالية الإسلامية لأن مسؤوليتها لا تقتصر على دراسة الأدوات المالية التقليدية القائمة من منظور شرعي فحسب، بل التأكد من أن الأنشطة في سوق رأس المال الإسلامي تتوافق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك دورها التطويري لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

ولتحقيق هذا الهدف تقوم هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية " قسم سوق رأس المال الإسلامي " بجمع البيانات والمعلومات من خلال الدراسات المقدمة من الإدارة، ليتم اتخاذ القرارات والتوجيهات والإرشادات المناسبة.²

¹ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص122.

² - المرجع السابق، ص123.

ثانيا: دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

لقد ساهمت هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق رأس المال الماليزي ويظهر ذلك من خلال قيامها بالدور التالي:¹

- 1) تنمية سوق الأوراق المالية.
 - 2) الإشراف على المبادلات وغرف التصفية ومراكز الودائع.
 - 3) منح التصريح والإشراف على جميع المرشحين.
 - 4) تنظيم عمليات تولى الإشراف وعمليات الاندماج بين الشركات.
 - 5) تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم والسندات والأدوات المالية.
 - 6) تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالصندوق الاستثماري المالي.
- كما ساهمت عوامل أخرى في دعم سوق رأس المال الإسلامي ومنها:²
- التزام الحكومة الماليزية الكامل في تنشيط وتدعيم وتعزيز السوق.
 - الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا ساهم في إلتزام المصدرين والمستثمرين بتعليمات السوق.
 - وجود خبراء ومتخصصين في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات وإقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذه السوق.

¹ - محمد نور الدين ، غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية - التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق العقاري بالرياض - السعودية، 25 أكتوبر 2008، ص9.

² - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص118.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

يقوم أي سوق رأس مال على مقومات تجعله يؤدي وظائفه المرجوة منه، ويحقق أهدافه المسطرة، وتعتبر الأدوات المتداولة فيه أهم هذه المقومات خاصة في حالة تعددها وتنوعها، وسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بدوره يعتمد على ضوابط وأدوات إسلامية مختلفة تجعله قادرا على أداء تلك الوظائف وتحقيق ما سطر من أهداف، وسنتطرق إلى هذه الضوابط والأدوات من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: ضوابط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يتناول هذا المطلب جانبين هما: ضوابط إصدار الأوراق المالية وكذا ضوابط المعاملات المالية

الفرع الأول: ضوابط إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال الماليزي

في اجتماع اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية (IISG) الإسلامية الخامس في 23 أوت 1995 قررت أربعة معايير أساسية لتحليل وتقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية بعد الرجوع إلى القرآن الكريم والسنة النبوية الشريفة وعموم الشريعة ومبادئها، ومن معاييرها ما يلي:¹

أولاً: معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في البورصة الماليزية: ومنها:

المعيار الأول: أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن القائمة (قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية).

المعيار الثاني: إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، والميسر، وما أشبه ذلك مثل الكازينوات (casinos)، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

المعيار الثالث: إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها.

المعيار الرابع: إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فهي لا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

- 1) المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها.
- 2) تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها على الأسواق.
- 3) توفير الخدمات اللاأخلاقية كالدعارة، والحانات، والخمائر وغيرها.

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص185.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ونفس الحكم ينطبق أيضا على الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني التي تقوم مثلا ببناء محل للقمار، والخمارة وغيرها، فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.¹

ثانيا: خطوات استخلاص الأوراق المالية الشرعية²

الخطوة الأولى: استخلاص المعلومات المالية: وهي خطوة تتضمن التعرف على مصدر الدخل ونشاطات الشركة حيث تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بجمع المعلومات عن الشركات من عدة مصادر مثل التقارير المالية السنوية للشركات ومن خلال تحقيقها حول التسيير.

الخطوة الثانية: النظر إلى نشاطات الشرعية: إن اللجنة الاستشارية الشرعية طبقت معايير عامة في التركيز على النشاطات للشركات المدرجة في البورصة الماليزية، إذ فرضت عدة شروط على نشاطات الشركة كلها تصب في قالب واحد وهو أن تكون هذه النشاطات مطاوعة للشريعة وذلك من أجل قبول إدراج أوراقها المالية وبذلك فإن نشاطات الشركة تكون غير مطاوعة للشريعة إذا كانت تندرج تحت إحدى النشاطات التالية:

- 1) الخدمات المالية القائمة على الربا.
 - 2) القمار والميسر.
 - 3) صناعة أو بيع المنتجات غير الحلال.
 - 4) صناعة التأمين التقليدي.
 - 5) نشاطات التسلية غير المسموح بها شرعا.
 - 6) صناعة أو بيع منتجات تعتمد على التبغ.
 - 7) سمسة أو تجارة أسهم المؤسسات الغير مطاوعة شرعا.
- إضافة إلى ذلك يجب أن تكون متمتعة بصورة جيدة في المجتمع.

الخطوة الثالثة: وضع مؤشرات أو معايير اجتهادية للشركات التي أصلا عملها في الحلال ولكن لها معاملات حرام وتتضمن هذه المؤشرات ما يلي:

* معيار أو مؤشر 5%: وهذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في أنشطة مشروعة وأخرى محرمة شرعا، مثل تعامل الشركات بالربا والقمار والخمر ولحم الخنزير.

* معيار أو مؤشر 10%: هذا المؤشر أو المعيار يستخدم لقياس المستوى المختلط بين مساهمة المستثمرين في الأنشطة المشروعة والأنشطة التي تتضمن عنصر عموم البلوى مثل المساهمة في أسعار الفائدة في حساب الإيداع الثابت من المصارف التقليدية المتعلقة بالتبغ.

¹ - المرجع السابق، ص186.

² - المرجع السابق، ص186.

* معيار أو مؤشر 25%: يستخدم هذا المؤشر أو المعيار لقياس المستوى المختلط لمساهمة المستثمرين في الأنشطة المتوافقة مع أحكام الشريعة بصورة عامة ومع تحقيق المصلحة العامة، وهي التي تحتوي على عنصر المصلحة للشعب بالرغم من احتوائها على عنصر مخالف للشريعة، أي هناك عناصر أخرى تؤثر على منزلة الشريعة في هذه الأنشطة، ومنها أنشطة وعمليات الفنادق والمصارف وغيرها لأن هذه الأنشطة قد تتضمن أنشطة أخرى غير مشروعة.

وبناء على الضوابط والمؤشرات السابقة، فإن اللجنة الاستشارية الشرعية قد طرحت معايير الشركات المختلطة بين الأنشطة والمحرمات شرعا، ومنها ما يلي:¹

أ) أن تكون الأنشطة الرئيسية للشركة متوافقة مع الشريعة، وأن تكون العناصر المحرمة المستخدمة في أنشطتها قليلة جدا في عمل الشركة وعلى وجه الخصوص ما يتعلق بقاعدة عموم البلوى*، والعرف، وحقوق غير المسلمين المقررة في الشريعة.

ب) أن تكون الشركة ذات سمعة حسنة من وجهة نظر المجتمع.

ج) أن تكون أنشطتها الرئيسية للمصلحة العامة، سواء كانت من المجالات السياسية أو الاقتصادية أو الاجتماعية.

مما تقدم يتضح أن الرأي القاضى بجواز الاستثمار في الشركات المساهمة في ماليزيا التي تعتبر أنشطتها الرئيسية مباحة، ولكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعا طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وضوابط شرعية إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائمة على التيسير ورفع الحرج ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه منهج الإسلام لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعا في ماليزيا، وهذا لوجود حرج للشركات في تجنب العناصر المحرمة شرعا في البيئة الاقتصادية المتقدمة في ماليزيا، وهذا لا يعني عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية، والسعي لإيجادها لأنَّ الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض.²

الخطوة الرابعة: جدول نتائج اللجنة الاستشارية الشرعية من أجل وضع التقديرات النهائية وتقوم هنا اللجنة بالتقييم النهائي للشركة بأن يكون إسمها مدرجا في قائمة الأوراق المالية المطاوعة أو الموافقة للشريعة أم لا؟³

¹ - نسية، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال - تجربة ماليزيا أنموذجا"، مرجع سابق، ص282.

* - يعرف في الاصطلاح الشرعي العام بأنه: الحادثة التي تقع شاملة مع تعلق التكليف بها، بحيث يعسر احتراز المكلفين أو المكلف منها، أو استغناء المكلفين أو المكلف عن العمل بها بمشقة زائدة تقتضي التيسير والتخفيف، أو يحتاج جميع المكلفين أو كثير منهم إلى معرفة حكمها مما يقتضي كثرة السؤال عنه واشتهاره.

² - المرجع السابق، ص282.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص188.

الخطوة الخامسة: تصنيف النتائج وإنشاء القوائم النهائية للأوراق المالية المطاوعة للشرعية حيث أنها تقوم بإنشاء هذه القوائم مرتين في السنة في كل من شهر أبريل وشهر أكتوبر إذ تقوم بإدراج أسهم جديدة ونزع أسماء قديمة أصبحت غير متوافقة والشرعية.

أما إذا كانت هناك قضايا جديدة ومعاصرة من حيث المنتجات والأدوات المالية فإنها تدارس بين اللجنة الاستشارية الشرعية وجهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتلخص خطوات الدراسة فيما يلي:¹

1) تطلب الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية من قسم سوق رأس المال الإسلامي عمل دراسات معمقة ودقيقة في إطار أنشطة سوق رأس المال الإسلامي لحاجات معاصرة لا سيما أسس الاستثمار وقواعده والأدوات المالية القائمة والجديدة.

2) مناقشة تلك القضايا أو المنتجات على مستوى الخبراء في مجال المعاملات الإسلامية والمحترفين في المعاملات المعاصرة.

3) دراسة وتحليل من قبل جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية من الناحية التقليدية والشرعية.

4) تقديم نتائج الدراسة من قبل جهة الإدارة إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

5) إعادة الدراسة إن كانت هذه اللجنة غير مقتنعة بنتائج الدراسة.

6) اتخاذ القرار من قبل اللجنة، ويجب أن يكون القرار الذي اتخذ سليماً من وجهة نظر الشرعية، وأن يراعى فيه عرف البلاد ومصصلحة الأمة.

7) تسجيل القرار وطرحه إلى الجهة العليا لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

8) تشكيل التشريعات أو التعليمات المعنية (إن كانت بحاجة إليها).

9) تصدر جهة الإدارة لهيئة الأوراق المالية الماليزية القرار إلى الجهات المعنية.

الفرع الثاني: ضوابط المعاملات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

إن هيئة الرقابة الشرعية (Shariah Advisory Council) التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية هي جهة أخرى أسستها هيئة الأوراق المالية الماليزية لتنظيم إصدارات الأوراق المالية الإسلامية* ولمعاونة قسم سوق رأس المال الإسلامي التابع للهيئة في الأمور التالية:²

أ) إصدار الفتاوى الشرعية في الأمور المعنية تتعلق بالأوراق المالية الإسلامية.

ب) توثيق جميع الإرشادات والقوانين المتعلقة بإصدارات الأوراق المالية الإسلامية قبل إعلانه للزبون والعوام.

ج) تقديم التوجيهات لقسم سوق المال الإسلامي فيما يتعلق بالقضايا الشرعية.

¹ - المرجع السابق، ص 188.

* - هي جميع الأوراق التي أصدرت بناء على الأصول الشرعية والمبادئ التي أقرتها هيئة الرقابة الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

² - محمد أكرم، لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا" على الرابط:

<http://www.kantakji.com/media/7333/b130.pdf> تاريخ الإطلاع: 2014-05-07

د) جميع التقديمات لإصدار الأوراق المالية الإسلامية ينبغي أن يقوم بها شرعي مستقل. ومن أجل دعم الإطار التنظيمي والرقابي فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي أصدرت التعليمات والإرشادات اللازمة لذلك¹، ومنها:

أولاً: التعليمات على صناديق الاستثمار (Guidelines on unit trust funds)

تزامنا مع محاولات ترقية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية نوعين من التعليمات تتعلق بصناديق الاستثمار التي تعمل وفق قواعد الشريعة الإسلامية في ماليزيا وذلك عام 2002، وهذه التعليمات أصدرت لمتابعة ومراقبة صناديق الاستثمار وحماية حقوق المستثمرين، وتمثل هذه التعليمات في البندين التاليين:²

- البند (التعليمية) رقم (18): المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق الذي ينص على التزام الصندوق بمبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاته.
 - البند (التعليمية) رقم (19): ويتضمن أن تقوم إدارة صندوق الاستثمار بعمليات التسجيل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية وتعيين مختلف المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة لمختلف المعاملات، وقد جاء في النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا، أن تعيين المستشار الشرعي المستقل المعتمد من قبل هيئة الأوراق الماليزية ويجب أن تتوفر فيه المؤهلات التالية:³
 - أ) ليس ممن أعلن إفلاسه.
 - ب) لم يرتكب أية جريمة تستحق العقوبة الجنائية.
 - ج) يتمتع بالأخلاق والسمعة الطيبة.
 - د) لديه المؤهلات العلمية في فقه المعاملات، وأصول الفقه مع الخبرة في أعمال المصرف الإسلامي لا تقل عن ثلاث سنوات.
- وتجدر الإشارة إلى أن البند رقم 18 تم تطبيقه فعليا في 01 جانفي 2003، بينما البند رقم 19 فتم تطبيقه في 10 جويلية 2002.⁴

ثانياً: التعليمات على عرض الصكوك (guidelines on the offering islamic Securities)

وقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، في إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضا على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص188.

² - Securities commission malaysia, Annual Report, 2002, p: 2-28.

³ - محمد أكرم، لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا"، مرجع سابق.

⁴ - Securities commission malaysia , Annual Report, 2002, p: 2-28.

الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها مراجعة هذه التعليمات، واتباع التوجيهات فيها لا سيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.¹

المطلب الثاني: أنواع الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي الفرع الأول: أدوات الملكية

تتمثل في مختلف الأدوات التي تم إبتكارها وهي ذات تنافسية كبيرة كالأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة وصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي أصدرت من طرف الشركات التي صنفت أوراقها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنها متوافقة مع قواعد الشريعة الإسلامية، وذلك يمكن المستثمرين من تنوع محافظهم الاستثمارية في القطاعات الاقتصادية المتعددة² وتتمثل أدوات الملكية في الأسهم وصناديق الاستثمار. **أولاً: الأسهم:** وتشمل الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ما يلي:

الأسهم العادية، شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة. **أ- الأسهم العادية:** تم طرحها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، ضمن قائمة سوق الأوراق المالية الماليزية في جوان 1997 لأول مرة³ وهي تمثل ما نسبته 85% كأسهم إسلامية مقارنة بالأسهم المطروحة في السوق، وهذا يعني أنها تحوز أكثر من ثلثي القيمة السوقية في السوق الماليزي.⁴ والجدول التالي يوضح تطور الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية بين 2001 إلى 2013:

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 189.

² - wan razazila wan, abdallah and others, "the evolution of the Islamic capital market in malaysia", Lincoln university, new Zealand, available at: http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/pastevents2/pastconferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf, p:8,in 05-04-2014.

³ - Akhtar zaite, Abdul Aziz, "capital market Islamic framework: Malaysian Experience", conference of securities markets of bourse; prospects & challenges, U.A.E University, 15-17 may 2007, p: 19.

⁴ - Bursa Malaysia, "Islamic capital market", available at: www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/ in:10-06-2013.

الجدول رقم (03): تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

(2013)

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات الأسهل المدرجة في بورصة ماليزيا
650	817	839	846	846	855	853	886	857	787	722	684	640	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
261	106	107	115	113	125	138	143	154	162	169	171	180	عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
911	923	946	961	959	980	991	1029	1011	949	891	855	820	عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا
%71	%89	%89	%88	%88	%87	%86	86.1 %	%85	%83	%81	%80	%78	نسبة الأسهم الإسلامية

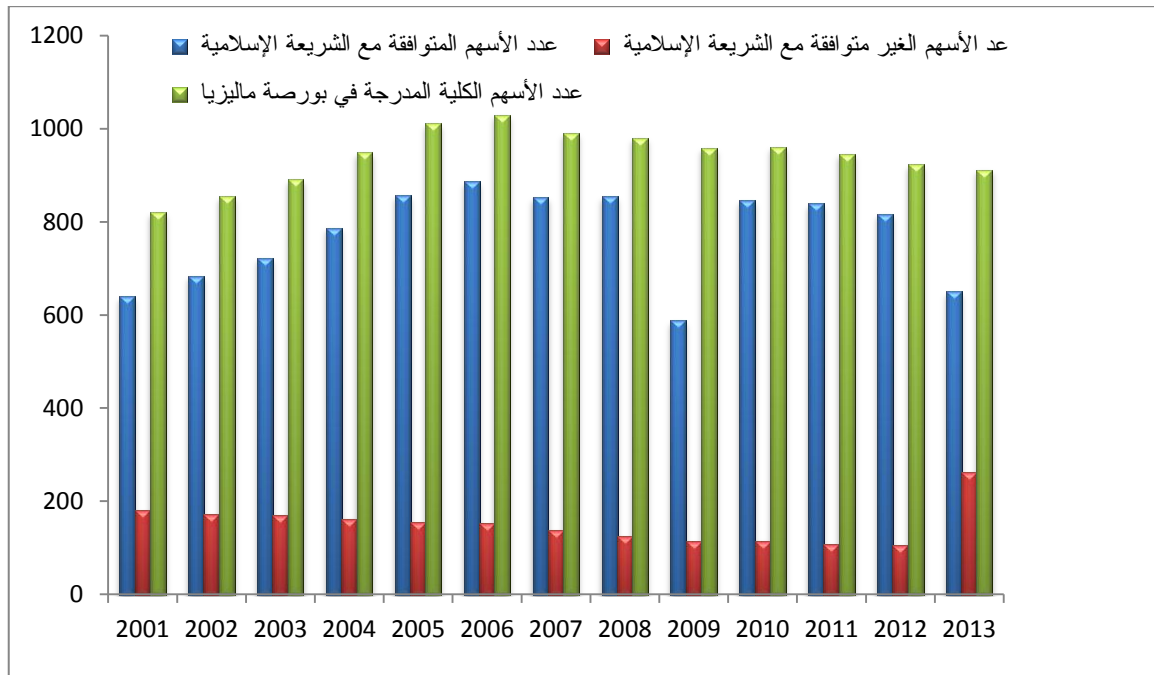
المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على:

• بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص190.

- Securities commission malaysia Annual Reports :(2007,p:6-51), (2008, p:6-56), (2009, p:6-52), (2010,p:6-56), (2011, p:6-55), (2012, p:6-63), (2013, p:18)

الشكل رقم (17): تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

(2013)



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والأعمدة البيانية يمكن ملاحظة أن تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في البورصة الماليزية قد مر بمرحلتين خلال فترة الدراسة (2001-2013) وهما:

المرحلة الأولى من (2001-2006): وهي مرحلة التزايد حيث تميزت بما يلي:

- تزايد عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 640 إلى 855 سهما.
- تزايد عدد الأسهم الكلية المدرجة في البورصة حيث انتقل العدد من 820 سهما إلى 1029 سهما.
- تناقص عدد الأسهم غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من 180 سهما إلى 143 سهما.
- أما فيما يخص نسبة الأسهم الإسلامية خلال هذه الفترة فنلاحظ تزايد حيث انتقلت النسبة من 78% سنة 2001 إلى ما نسبته 86.1% سنة 2006.

ويفسر ارتفاع الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بارتفاع مستوى التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها. وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقة المستثمرين المسلمين للاستثمار فيها.¹

كما يمكن أن يفسر ذلك بمساهمة الجهودات الجبارة التي قامت بها هيئة الأوراق المالية من خلال وضعها للقوانين الشرعية- السالفة الذكر- حيث من خلال التأمل فيها يبدووا جليا تشجيعها للأنشطة المشروعة وكبحها للأنشطة المحرمة.

بالإضافة إلى توجه الأغلبية المسلمة في ماليزيا إلى التعامل مع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وإلى صناديق الاستثمار الإسلامية.²

المرحلة الثانية (2007-2013): وهي مرحلة الانخفاض حيث تميزت بـ:

- انخفاض عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خلال هذه الفترة مقارنة بسنة 2006 حيث نلاحظ انخفاض متواصل من 853 سنة 2007 إلى 650 سنة 2013.
 - انخفاض كذلك في عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 138 سنة 2007 إلى 106 سنة 2012 ونلاحظ زيادة في عدد الأسهم في سنة 2013 إلى 261 سهما.
 - نلاحظ كذلك انخفاض في عدد الأسهم الكلية المدرجة في بورصة ماليزيا من 991 سنة 2007 إلى 911 سنة 2013.
 - أما فيما يتعلق بنسبة الأسهم الإسلامية فنلاحظ زيادة من 86% في سنة 2007 إلى 89% سنة 2012 ونلاحظ انخفاض في نسبة هذه الأسهم إلى 71% سنة 2013.
- ويمكن تفسير هذه الحالات من خلال ما يلي:

¹ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص134.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص191.

- من المعلوم أن سنة 2007 تميزت باضطرابات اقتصادية مست العالم والتي عرفت بأزمة الرهون العقارية مما قد يكون خلف ذعرا على مستوى مختلف البورصات في العالم مما أدى إلى تراجع عدد هذه الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي بماليزيا.
- كما أن نسبة الأسهم الإسلامية بقيت في تزايد نظرا لما حظيت به الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من تشجيع من طرف هيئة الأوراق المالية وكذا تزايد الوعي لدى المتعاملين في هذه الأسهم.
- أما زيادة عدد الأسهم غير المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سنة 2013 إلى نسبة 261 قد يكون ذلك نتيجة لدخول شركات أجنبية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي نظرا للصيت الذي أصبح ذائعا على مستوى العالم في مجال الصناعة الإسلامية.

ب-شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call warrants":

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المستثمرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن شهادة تعطى لصاحبها الحق وليس الالتزام في شراء عدد معين من الأسهم العادية الموجودة في البورصة الماليزية أو عدم شرائه في فترة زمنية معينة وبسعر معين.¹

ومن خصائص هذه الشهادات ما يلي:²

- **الموجودات الأصلية Underlying Asser:** أن ترتبط هذه الشهادات بالموجودات المحددة مثل الأسهم الصادرة عن الشركة، حيث تسمى هذه الأسهم بالموجودات الأصلية، حيث تعطي هذه الشهادات لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية من الأسهم العادية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في فترة معينة.
- **سعر التنفيذ Exercice price:** وهو ذلك السعر الذي على أساسه تنفذ هذه الشهادات، وعادة ما يكون هذا السعر هو سعر السوق للموجودات الأصلية على غرار الأسهم في تاريخ التعاقد، فهو سعر شراء السهم في حالة خيار الشراء لحامله، كما قد يكون سعر البيع في حالة خيار البيع لحامله، بحيث يمكنه -حامل السهم- اختيار تنفيذ هذه الشهادات وتحديد سعر التنفيذ في نفس فترة إصدارها.
- **فترة التنفيذ Exercice period:** لهذه الشهادات وسعرها محدد ومعلوم، حيث وبمجرد انتهاء هذه الفترة تصبح هذه الشهادات لا قيمة لها ولا يمكن استردادها.
- يكون إنتقال الملكية تاما إذا جرت هذه الشهادات من البائع إلى المشتري، فلا حاجة إلى قبض عميني "الأسهم" في هذا الشأن.

¹ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص 135.

² - Securities commission Malaysia, Annual Report, 2009, p3.

- شراء هذه الشهادات ليس مظنه شراء حق الخيار الذي منح بمقتضى عقد البيع، وإنما العقد منح المشتري حق شراء مجموعة من أسهم الشركة الموجودة في فترة معينة، وله الاختيار في شراء الأسهم أم عدمها وليس الالتزام به.¹
- ومن الجدير بالذكر، أن هذه الشهادات موجودة في وقت العقد لأنها تستند إلى الأسهم العادية والقائمة والمتداولة في البورصة الماليزية، وكل ما يتعلق بالمال (وفي هذه الحالة هو الأسهم) فله قيمة مالية، ولكن إذا كانت الشهادات لا تستند إلى الأسهم، فهي لا تعتبر مالا بل تعد حقا مجردا ولا يجوز التعامل بها من منظور شرعي. ومن الشروط الأخرى لجواز التعامل بهذه الشهادات من منظور شرعي ما يلي:²
- (1) يجب على البائع والمشتري الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية في عملية البيع حسب شروطه وأركانه.
- (2) أن تكون الأسهم الأصلية لهذه الشهادات وفقا لأحكام الشريعة، والتي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.
- (3) أن يكون سعرها محددًا مسبقًا ومعلومًا للابتعاد عن عنصر الغرر.

ج- شهادات الشراء من الأسهم الجديدة: (Warrants/transferable subscription rights – TSR)

- وهي الأسهم التي لحاملها الحق وليس الالتزام في شراء كمية محددة من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركات المدرجة في السوق الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقًا، ولها مدة استحقاق محددة (بمحدود عشر سنوات) حيث إذا كان حامل الحق لم ينفذ هذه الشهادات خلال فترة الاستحقاق، فليس له الحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، في وقت التنفيذ لهذه الشهادات.³
- وتتميز بنفس خصائص شهادات الشراء من الأسهم الموجودة، إلا أنها تختلف عنها من حيث أن شهادات الشراء من الأسهم الجديدة، أسهمها يتم الاكتتاب فيها من جديد، في حين الأسهم القائمة عليها شهادات الشراء من الأسهم الموجودة في أسهم موجودة فعلا في السوق الماليزية وليس اكتتاب جديد.⁴ ويمكن توضيح هذه الاختلافات في الآتي:⁵
- ***الجهة المصدرة:** إن الجهة المصدرة لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي شركات الوساطة المالية، في حين الجهة المصدرة لشهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الشركات المدرجة في البورصة الماليزية.
- ***الأسهم الأصلية:** تعتبر الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة أسهما قائمة في البورصة وليست إصدارات جديدة من شركات الوساطة المالية (لكن هذه الشهادات يجب أن تستوفي المتطلبات

1 - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص136.

2 - المرجع السابق، ص136.

3 - سعيده، حرفوش، مرجع سابق، ص156.

4 - المرجع السابق، ص175.

5 - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص137.

من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية)، بينما الأسهم الأصلية في إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول هي الأسهم الجديدة التي ستصدر من قبل الشركات ذاتها.

***مدة الاستحقاق:** إن مدة الاستحقاق لشهادات الشراء من الأسهم الموجودة هي سنتين على الأكثر وأما شهادات الاكتتاب القابلة للتداول لها مدة استحقاق تصل إلى عشر سنوات.

***عائد الشركة:** إن إصدار شهادات الشراء من الأسهم الموجودة لا يؤدي إلى زيادة رأس مال الشركة أو سيولة الأسهم فيها لأنها تصدر من قبل الوساطة المالية بينما إصدار شهادات الاكتتاب القابلة للتداول يكون بهدف الحصول على سيولة من الأسهم الجديدة أو زيادة رأس مال الشركة.

وقد اعتبرت اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في اجتماعها الرابع في عام 1995، بأن شهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة؛ تعتبر إحدى الأدوات المالية القابلة للتداول في السوق الماليزي من المنظور الإسلامي، بشرط أن تكون هذه الأسهم الأصلية هي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حيث اعتبرت أن هذه الشهادات لا تدخل في إطار البيع المعدوم.¹

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية

يمكن تعريف هذه الصناديق بأنها عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق إسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية "الأسهم والسندات" ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما شاركه من حصص، وفقا للشروط التي تبينها نشرة الإصدار.²

وصناديق الاستثمار الإسلامية من أنواع أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، كونها تتيح الفرصة لصغار المستثمرين المسلمين في ماليزيا للاستثمار، حيث يتم الاستثمار فيها من خلال الأسهم والصكوك المتوافقة مع أحكام الشرع الحنيف، وتوجد عدة أنواع من صناديق الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي منها صناديق الاستثمار في الأسهم الإسلامية، صناديق السندات (الصكوك) الإسلامية، وصناديق المؤشرات الإسلامية وبعض الصناديق الأخرى المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من حيث طبيعة عملها ومختلف أدواتها.³

وتجدر الإشارة إلى أنه في ماليزيا تم إنشاء أول صندوق للاستثمار الإسلامي في عام 1992، وتمحورت أهدافه الأساسية في استثمار الأسهم الشرعية، التي عرفت تطورا ملحوظا في السنوات الأخيرة القليلة، مما ساهم في تزايد هذه الصناديق ونموها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، كما أصدرت هيئة الأوراق المالية في العام

¹ - سعيدة، فرحوش، مرجع سابق، ص175.

² - أحمد حسن أحمد، الحسي، (صناديق الاستثمار) دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر 1999)، ص06.

³ - AKHTAR. zait, Abdal aziz, op.cit, p :20.

1997 ضوابط توجه وتحكم عمل هذه الصناديق الاستثمارية الإسلامية¹، ويمكننا ملاحظة نمو صناديق الاستثمار الإسلامية من الفترة 2001 إلى غاية 2013، من خلال صافي قيمة الموجودات فيها وذلك بالجدول التالي:

الجدول رقم (04): صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2013 – 2001)

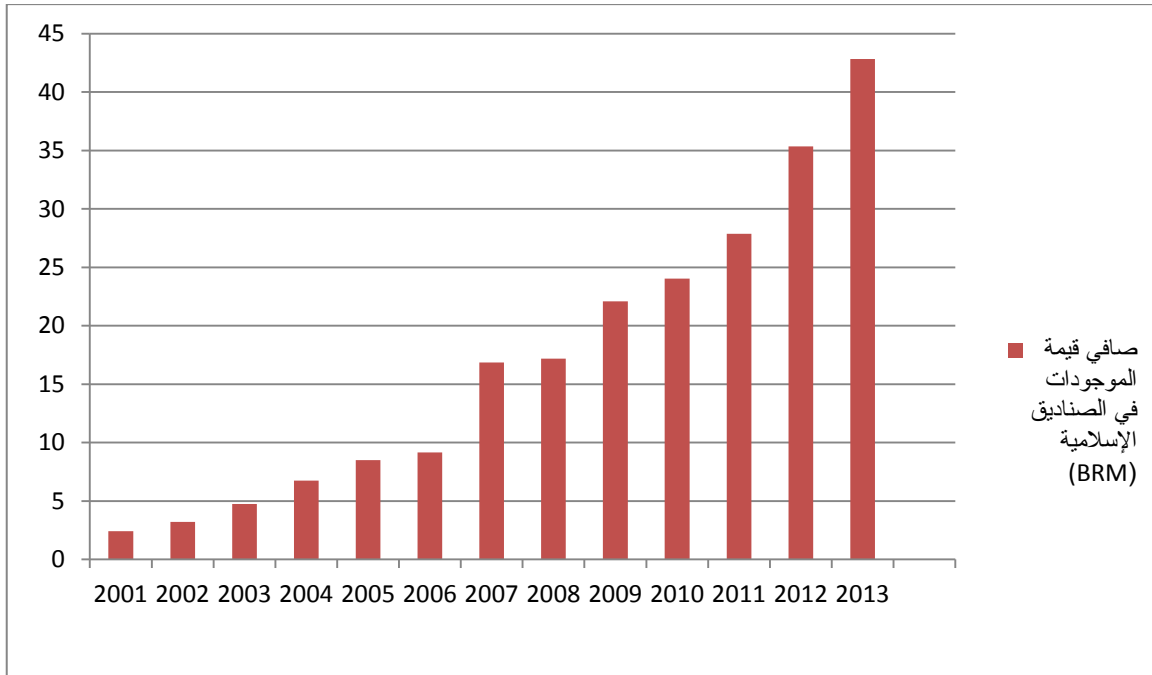
2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
42.82	35.36	27.86	24.04	22.08	17.19	16.86	9.17	8.49	6.76	4.75	3.21	2.42	صافي قيمة الموجودات في الصناديق الإسلامية BRM

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على:

*بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 191.

*Securities commission malaysia Annual Reports : (2005,p2-20),(2006, p :6-43), (2007, p :6-47),(2008,p :6-52),(2009,p :6-49),(2010,p :6-52),(2011,p :6-51),(2012,p :6-60), (2013,p :131).

الشكل رقم (18): تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2013-2001).



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الجدول أعلاه.

¹ -Ibid, p :20.

من خلال ملاحظة الجدول والرسم البياني يظهر بوضوح تزايد صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية باضطراد حيث إنتقل من 2.42 بليون رينجيت ماليزي سنة 2001 إلى 42.42 بليون رينجيت ماليزي في نهاية سنة 2013.

ويعود تصاعد صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تزايد الوعي الاستثماري الإسلامي في أوساط الماليزيين.¹

كما يعود أيضا إلى التراخيص التي منحتها هيئة الأوراق المالية للسماح بدخول الأجانب إلى سوق رأس المال الإسلامي بعدما كانت تفرض مراقبة مشددة، ومن هذه التراخيص السماح للأجانب بإدارة صناديق الاستثمار وفقا للتراخيص الإسلامية المتاحة في ماليزيا.²

الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية

في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تتنوع وتتعدد الصكوك الإسلامية المتداولة فيها حتى أنها أصبحت من أهم وأكثر الأدوات تداولا على مستوى السوق الماليزي ككل.

وتعرف الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي بأنها: "صكوك تصدر وفقا لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية التي أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية".³

ويتداول في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، تقريبا كل أوراق الدين الإسلامية والتي تقوم على أساس المراجعة والبيع بالثمن الأجل على الرغم من الخلاف الدائر حول تداولها، كما تحاول هذه السوق أن تصدر صكوك في المستقبل، وتمثل هذه الصكوك في صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الإجارة.⁴

وعموما يمكن أن نصنف الصكوك الإسلامية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي إلى ثلاث أنواع:

الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الشراكة.

الصكوك الإسلامية القائمة على عقد البيع.

الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الإجارة.

¹ - سعيدة، حرفوش، مرجع سابق، ص 178.

² - المرجع السابق، ص 179.

³ - securities commission Malaysia, " **Guidelines on the offering Islamic securities**", Took effect from 26 July 2004, P.1.

⁴ - Muhammad_al bachir, Muhammad al_Amine, " **The Islamic bonds Market : Possibilities and challenges**" international journal of Islamic financial services Vol .3 N° 1, available at: <http://www.kantakji.com/media/8015/m171.pdf>, in: 13-05-2014.

أولاً: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الشراكة

1-صكوك المضاربة (المقارضة): يعود تاريخ أول إصدار لصكوك المضاربة في ماليزيا إلى سنة 2005 عندما تم إصدارها من طرف PG Municipal BND بقيمة تقدر بـ 80 مليون رينجيت ماليزي¹. ولم يعط لها تعريفا صريحا ما عدا التعريف الموجود لعقد المضاربة الشرعية في تعليمات عرض الأوراق المالية الإسلامية لشهر جويلية 2004 الصادر من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية.²

ويتم إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية وفقا الخطوات التالية:

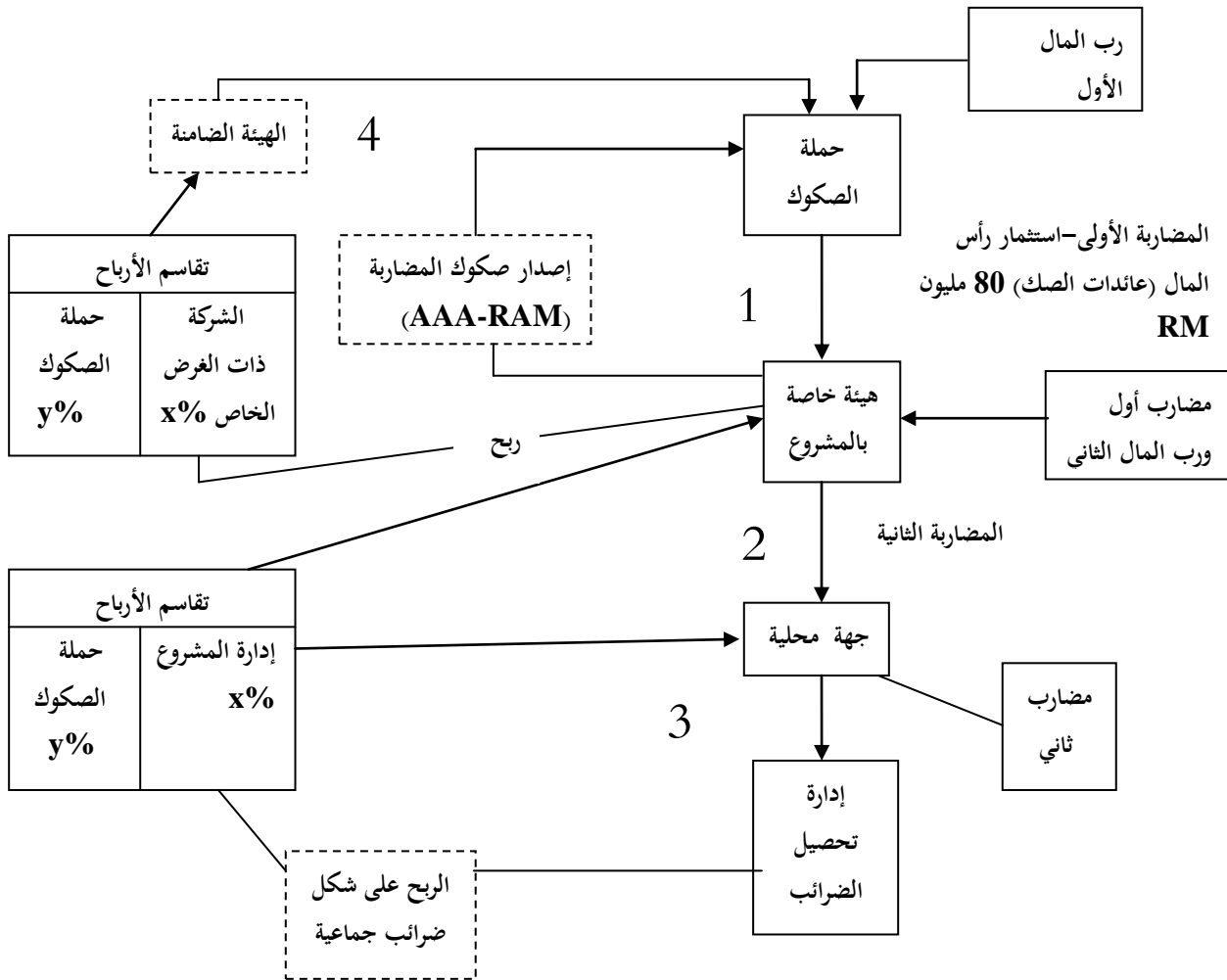
- 1) تقوم شركة معينة بإقامة مشروع معين، وتعين الجهة الخاصة بإدارة هذا المشروع.
 - 2) تقوم إدارة هذا المشروع بإصدار صكوك المضاربة، ويكون حملة صكوك المضاربة (رب المال الأول) وتكون إدارة المشروع المضارب الأول.
 - 3) تقوم إدارة هذا المشروع بالمضاربة بهذا المال فتصبح بذلك هي رب المال الثاني، مع جهة ثانية (المضارب الثاني) من أجل تنفيذ المشروع.
 - 4) بعد الانتهاء من المشروع تقوم الجهة المنفذة للمشروع (المضارب الثاني) بتقسيم أرباح المشروع بينها وبين إدارة المشروع (المضارب الأول)، ثم تقوم هذه الأخيرة بتقسيم الأرباح بينها وبين حملة صكوك المضاربة.³
- ويمكن تمثيل آلية صكوك المضاربة بالشكل التالي:

¹-Securities commission Malaysia, annual report, 2005, P: 2-22.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص206.

³ - سعيده، حرفوش، مرجع سابق، ص192.

الشكل رقم (19): آلية إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية



Source: Ahmad Ibrahim, "Applied Shari'AH in Financial Transaction", p:33

Available at: <http://www.4shared-china.com/get/x1rYiMOX/applied-shariah-in-financial-t.html> In:13-05-2014

وبملاحظ آلية إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا نلاحظ أنها تتوافق مع ما تم تناوله في الجانب النظري .

ويمكن تتبع تطور صكوك المضاربة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2001-2013):

الجدول رقم (05): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

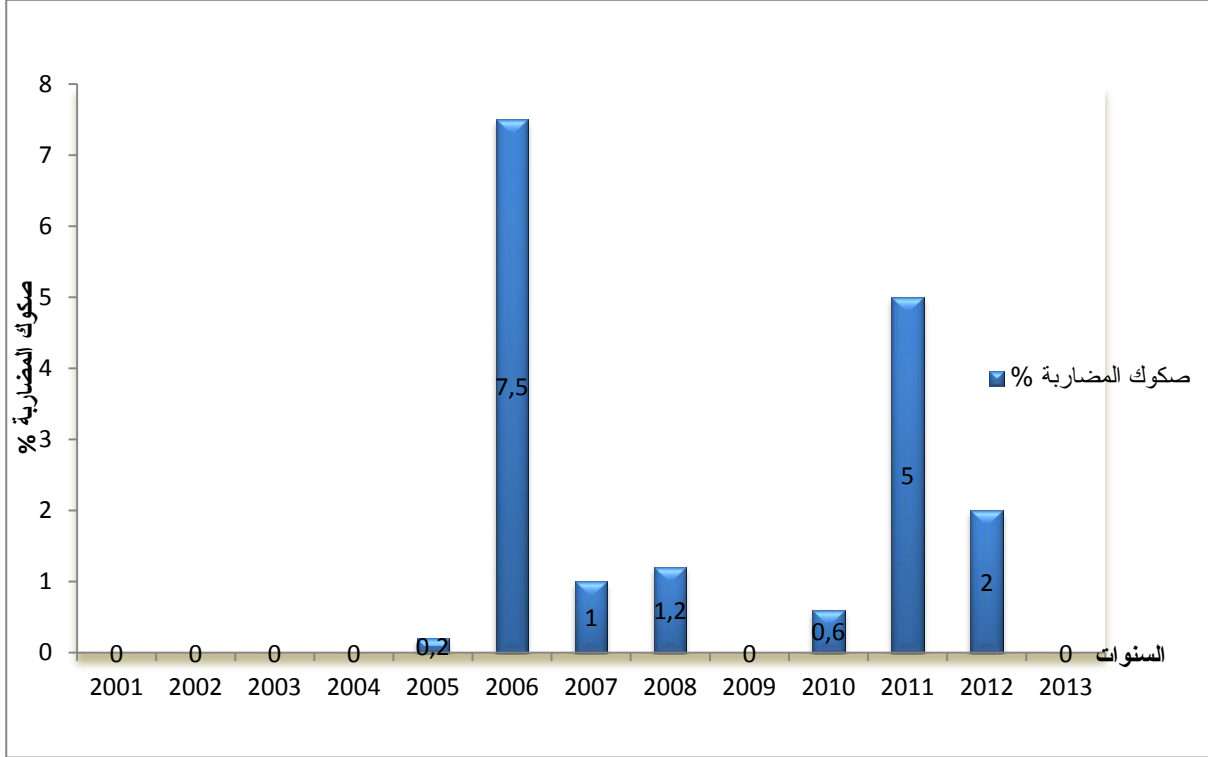
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك المضاربة %	-	-	-	-	0.2	7.5	1	1.2	-	0.6	5	02	-

المصدر: بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 207.

*Securities commission Malaysia, Annual Reports : (2007, p :6-49),(2008,p :6-55),(2009,p :6-51),(2010,p :6-54),(2011,p :6-53),(2012,p :6-62), (2013,p :135).

ويمكن تمثيل هذا التطور بالشكل التالي:

الشكل رقم (20): تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والأعمدة البيانية ما يلي:

- أول إصدار لصكوك المضاربة في ماليزيا كان سنة 2005 بنسبة تقدر بـ 0.2%، ثم ارتفعت نسبة الإصدار إلى ما نسبته 7.5% سنة 2006.
 - عودة الإصدار فيما يخص هذا النوع من الصكوك إلى الانخفاض حيث وصلت نسبة الإصدار في سنة 2009 إلى الانعدام.
 - إصدار صكوك المضاربة في سنة 2010 بنسبة 0.6% لينتقل في سنة 2011 إلى نسبة 5% ثم يعود للانخفاض في سنة 2012 إلى 0.2% لتتعدم نسبة الإصدار في سنة 2013.
- ويمكن أن تفسر هذه الظواهر كما يلي:
- ارتفاع نسبة صكوك المضاربة في سنتي 2005 و 2006 نتيجة لتشجيع الحكومة الماليزية لإصدار هذه الصكوك كونها أداة مهمة للاستثمار.
 - كما أن الانخفاض في نسبتها سنة 2007 إلى 1% وإلى انعدامها في سنة 2009، قد يعود إلى ماتميزت به هذه الفترة من اضطراب مس العالم أجمع والذي عرف بالأزمة المالية والتي يمكن أن تكون خلفت ذعرا على مصدري هذه الصكوك.

• أما انخفاضها في سنة 2012 إلى 2% وانعدامها في سنة 2013، فقد يكون بسبب إصدار نوع جديد من الصكوك في ماليزيا لذوي الدخل المحدود، حيث يستطيع المواطن أن يستثمر مبالغ قليلة لشراء هذه الصكوك، حيث يحتاج المواطنون رأس مال يبلغ حده الأدنى نحو 300 دولار للبدء في الاستثمار في مرحلة الطرح العام الأولي، وتوفر الحكومة ميزة أخرى لهذا النوع من الاستثمارات، وهي أنها هي التي تضمن بنفسها رؤوس أموال المواطنين والمستثمرين الصغار، وتتميز الصكوك الجديدة أنها معفاة من الضرائب وأن عوائدها محددة مسبقاً- على اعتبار أنها صكوك مرابحة- وتقدم على قسائم، وتدفع على مدى فترات منظمة.¹

2-صكوك المشاركة:

لم نتمكن من مصادفة تعريف لصكوك المشاركة في التجربة الماليزية غير أننا تمكنا من إيجاد تعريف لعقد المشاركة من طرف هيئة الأوراق المالية، وذلك كما يلي:

تعرف المشاركة على أنها: "عقد شركة بين طرفين أو أكثر لتمويل مشاريع قائمة على المضاربة بين كل الأطراف على شكل مساهمة في رأس المال، وتكون هذه المساهمة إما في شكل تدفق (حاضر)، أو لأجل وهذا بهدف تمويل مشاريعهم المضاربية، وأي ربح ينشأ من طرف المصدر على شكل مضاربة يوزع على أساس قاعدة المشاركة في رأس المال أي تقاسم الأرباح والخسائر كل حسب مساهمته".²

ويعود تاريخ أول إصدار لصكوك المشاركة في ماليزيا إلى سنة 2005 عندما أصدر Musyarakh one capital Bhd ما قيمته 250 مليار رينجيت ماليزي من هذا النوع من الصكوك.³

ويتم إصدار صكوك المشاركة في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي وفق الخطوات التالية:

- 1) تقوم الشركة المصدرة للصكوك بإبرام عقد بينها وبين شركة ثانية من أجل إقامة مشروع معين.
- 2) ولأن الشركة المصدرة لا تملك التمويل الكافي للمشروع، تقوم بإصدار صكوك المشاركة للجمهور للاكتتاب فيها مشاركة في المشروع بنسبة 87% من طرف حملة الصكوك، و 13% من طرف الشركة المصدرة.
- 3) بعد تكوين رأس مال المشاركة يقدم إلى الجهة القائمة على المشروع من أجل إنجاز المشروع.

¹ -أنظر:

فاطمة الزهراء، سبع، "آفاق التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008م: الفرص والتحديات، مع الإشارة إلى نموذج ماليزيا" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: نقود، مالية، وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عمار ثليجي بالأغواط 2013/2012 ص: 258-259.

² - Securities Commission Malaysia, "Islamic Securities Guidelines (Sukuk Guidelines)"

revised: 12July 2011,p:26.

³ - Securities commission Malaysia, annual report, 2005, p: 2-21.

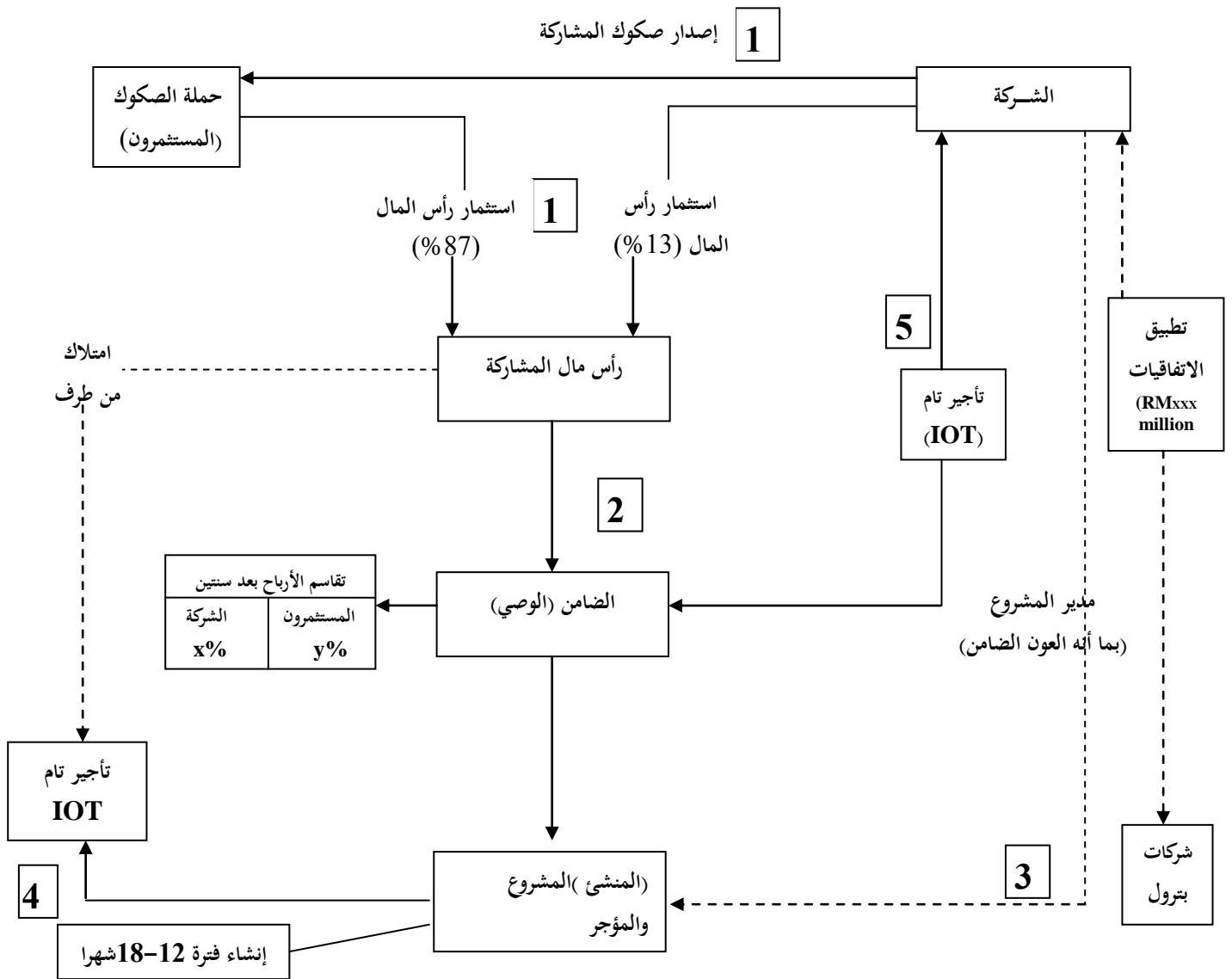
4) بعد سنتين تكون الجهة المصدرة للمشروع قد استكملت المشروع وبذلك تدفع الأرباح للشركة والمستثمرين كل حسب نسبته.

5) تقوم الشركة المصدرة بدفع أتعاب الشركة القائمة بالمشروع بصفتها وكيلًا عن الشركة وحملة صكوك المشاركة.¹

وإذا تأملنا هذه الخطوات نجد أن صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي متوافقة مع ما تم إيراده في القسم النظري.

وتكون خطوات إصدار صكوك المشاركة كما في الشكل التالي:

الشكل رقم (21): آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا



Source: Ahmad Ibrahim, op.cit, p: 30.

¹ - سعيادة، حرفوش، مرجع سابق، ص190.

ويمكن تتبع تطور صكوك المشاركة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2013-2001)

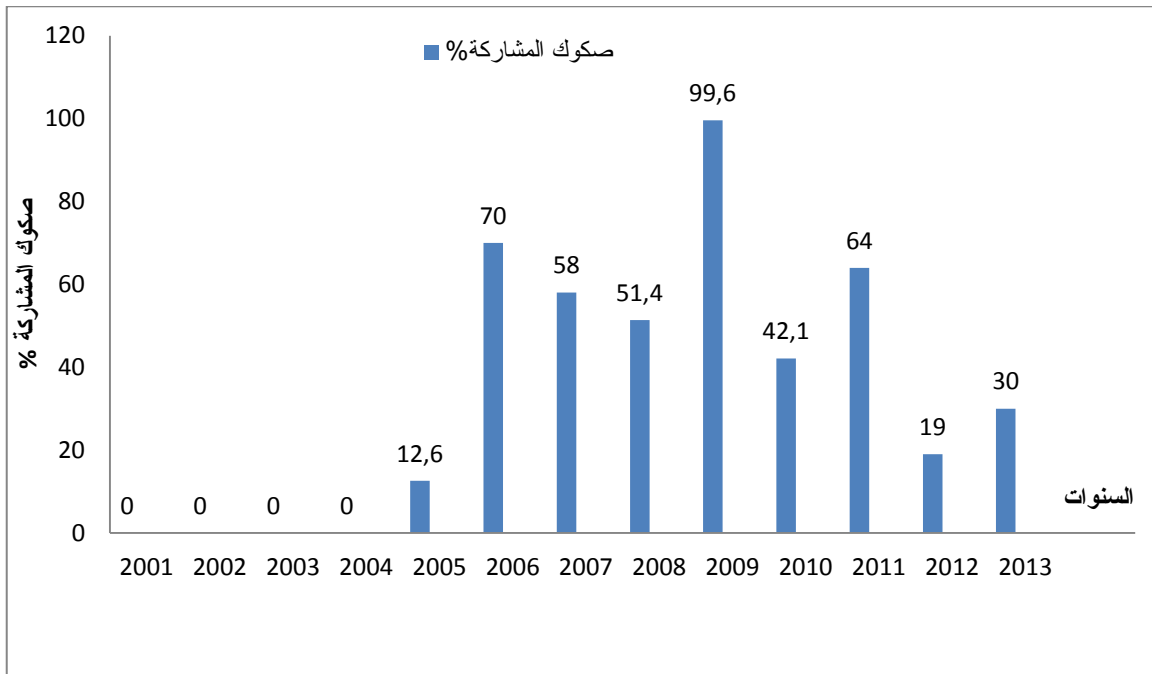
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك المشاركة %	-	-	-	-	12.6	70.0	58	51.4	99.6	42.1	64	19	30

المصدر:

*Securities commission malaysia Annual Reports : (2005, p:2-21), (2006, p:6-45), (2007, p :6-49), (2008, p :6-55), (2009, p :6-51), (2010, p :6-54), (2011, p :6-53), (2012, p :6-62), (2013, p :135).

ويمكن تمثيل معطيات الجدول التالي:

الشكل رقم (22): تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2013-2001)



المصدر: إعداد الطالب إعتقادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ ارتفاع في إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا، وقد بلغ أعلى عتبة له سنة 2009 حيث بلغ حجم إصدار صكوك المشاركة ما نسبته 99.6% ، وقد يكون ذلك نتيجة لكون اللجنة الاستشارية الشرعية حثت على استعمالها، وكان هذا واضحا في مدة انطلاقتها حيث كان أول إصدار لها سنة 2005م بنسبة 12.6% من مجموع الصكوك وغما بعد ذلك بنسبة 70% سنة 2006 ليصل إلى ما نسبته 99.6% سنة 2009م.¹

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص205.

كما نلاحظ تذبذبا بعد سنة 2009م حيث وصل حجم إصدار صكوك المشاركة إلى ما نسبته 30% سنة 2013، وقد يعود ذلك إلى تعدد وتنوع الإصدار من الصكوك الأخرى على غرار صكوك الإجارة، الوكالة بالاستثمار، وصكوك المرابحة وغيرها.¹

3- صكوك الوكالة بالاستثمار:

أولا: تعريفها

الوكالة يمكن تعريفها بأنها عقد بمقتضاها يخول طرف لآخر للتصرف نيابة عنه وبناء على أحكام وشروط متفق عليها.²

كما عرفها بنك نيجارا الماليزي بأن الوكالة عقد ينص على توكيل طرف لآخر تنفيذ مهمة معينة. وفي السياق الحالي للتمويل الإسلامي، يعين العملاء عادة مؤسسة مالية وكيلا خاصا له لإجراء المعاملة، وفي المقابل تتلقى المؤسسة المالية رسوم الخدمة.³

وقد عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية صكوك الوكالة بالاستثمار كما يلي:

"هي شهادات متساوية القيمة والتي تثبت الملكية الموحدة لحاملي الشهادة في الأصول الاستثمارية، وفقا لاستثماراتهم من خلال وكيل الاستثمار".⁴

كما عرفت أيضا كما يلي: "صكوك الوكالة تقوم على إيجاد الشركة ذات الغرض الخاص (SPV) لوكيل/وسيط لإدارة الاستثمار نيابة عن المستثمرين (حامل الصكوك)".⁵

ويتلقى المصدر رسوم الإدارة من الوكيل، ويمكن لحملة الصكوك (الموكل) تعيين المصدر لاستثمار أموالهم/صندوق في الأنشطة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.⁶

وقد كان أول إصدار لصكوك الوكالة بالاستثمار سنة 2011 من طرف غولف للاستثمار.⁷

¹ - أنظر:

Securities commission Malaysia, Annual Report, 2013, p:135.

² -Md Nurdin, Ngadimon, "How sukuk works : Introduction, structuring and its evaluation", International conference on sukuk and Islamic financing instrument, 12-13 November 2013, yarmuk university, Irbid, Jordan, No page.

³ - Bank Negara Malaysia, "SHARIAH Resolution in Islamic in finance", second Edition, October 2010, p: 103.

⁴ -Securities commission Malaysia, "Guidelines on sukuk", 8 January 2014, pp:5-6

⁵ -Md.Nurdin, Ngadimon, **opcit**, No page

⁶ -**Ibid**, No page.

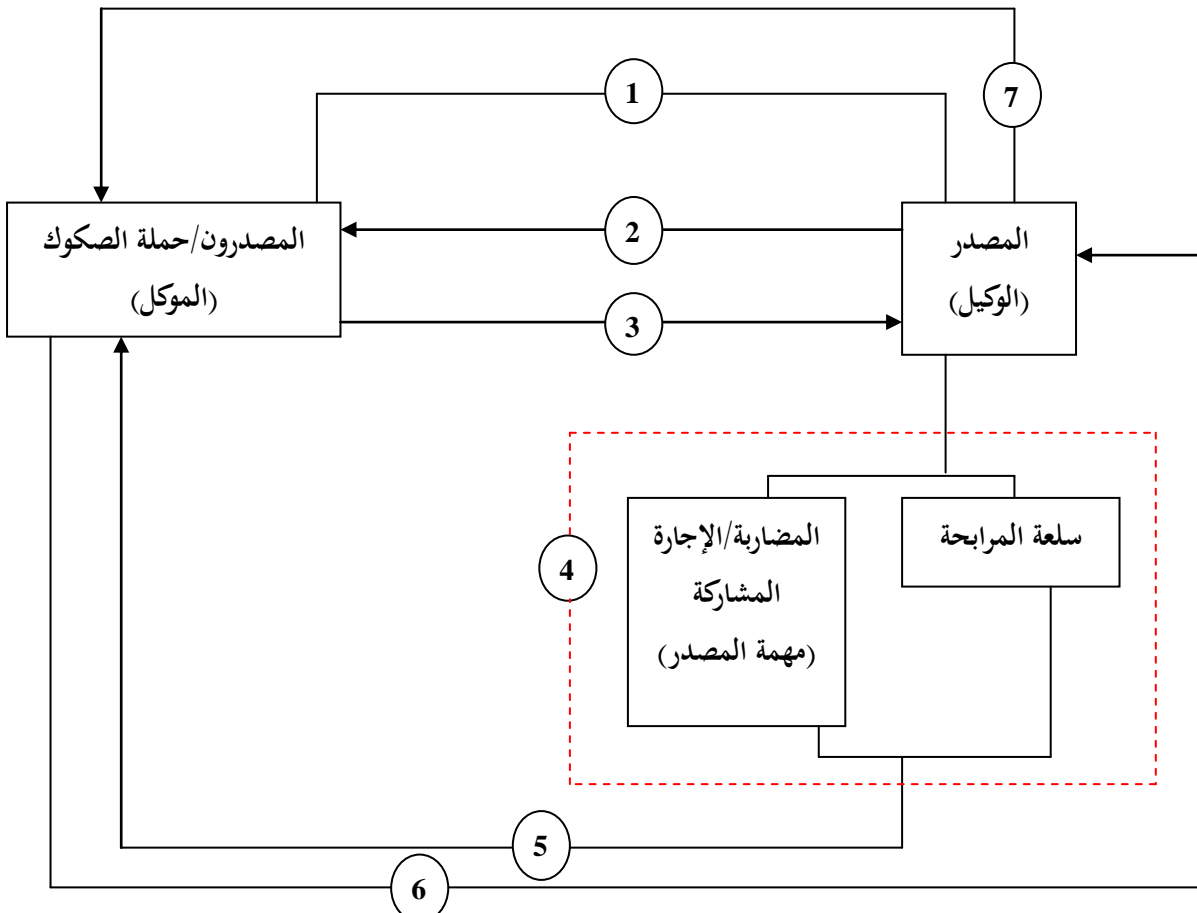
⁷ - Securities commission Malaysia, Annual report, 2011, p:3-4.

ثانيا: آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا

أ-مراحل الإصدار:

- 1) يتم إجراء عقد الوكالة بين المستثمر (حامل الصك) والمصدر (الوكيل).
 - 2) يتم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار من الوكيل إلى الموكل حامل الصك.
 - 3) دفع عائدات الصك من الموكل إلى الوكيل.
 - 4) يبدأ نشاط الاستثمار من طرف المصدر لصالح المستثمر.
 - 5) دفع الأرباح إلى المستثمرين.
 - 6) عند تاريخ الاستحقاق يتم شراء المشروع من طرف المصدر.
 - 7) يتعهد المصدر (الوكيل) برد العائدات بشكل مضمون إلى المستثمرين (الصك الرئيسي).
- ب-تمثيل آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا: وتتمثل أساسا في الشكل التالي:

الشكل رقم(23):آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا



Source: Md Nurdin, Ngadimon, "How sukuk works : Introduction, structuring and its evaluation", opcit: No page.

وقد تم إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا بالنسب 9% و8% و24% خلال السنوات 2011 و2012 و2013 على التوالي.¹

ثانيا: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد البيع

1/صكوك المرابحة وصكوك البيع بضمن آجل:

تعرف صكوك البيع بالضمن الآجل وصكوك المرابحة بأنها: "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى، وإصدارها قائم على أساس البيع بالضمن الآجل، والذي يعرف بأنه العقد الذي يشير إلى بيع المبيع بضمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقدا وتسليمه حالا، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقا بين المتعاقدين وعلى المرابحة والتي تعرف بأنها زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيم الدفعات، والذي يكون محددًا في الاتفاق بين المتعاقدين".²

وفي التجربة الماليزية تعرف صكوك البيع بضمن آجل/المرابحة، بأنها: "الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها على أساس عقد البيع بالضمن الآجل/ المرابحة"³ وتعتبر أوراق الدين هذه القائمة على عقد المرابحة من أكثر الأشكال والطرق التمويلية المستعملة في ماليزيا.⁴

وقد بدأ التعامل بهذه الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي في مارس 1994.⁵

وتختلف صكوك البيع بضمن آجل عن صكوك المرابحة من حيث آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فإن إصدار صكوك البيع بالضمن الآجل للاستثمارات التي يكون فيها الأجل طويلا ابتداء من خمس سنوات فما فوق، أما إصدار صكوك المرابحة للاستثمارات فتكون متوسطة وقصيرة الأجل وتكون مدة استحقاقها من ثلاثة أشهر إلى سنة تقريبا (القصيرة الأجل).⁶

وتتم عملية إصدار صكوك المرابحة أو البيع بالضمن الآجل وفق الخطوات التالية:⁷

1) تقوم الجهة المصدرة ببيع أصول لجهة ثانية (المكتتب الأول) بسعر معين.

¹ -Securities commission Malaysia, Annual reports,(2011,p:6-53),(2012,p:6-62),(2013,p:135).

² - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص144.

³ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 192.

⁴ - Mohd.Edil Abd Sukor, Rusnah, Mohamad, and alwin yogaswara gunawa, "Malaysian sukuk: Issues in Accounting Standard", shariah journal, Vol16, N°1, 2008, pp:63-74.

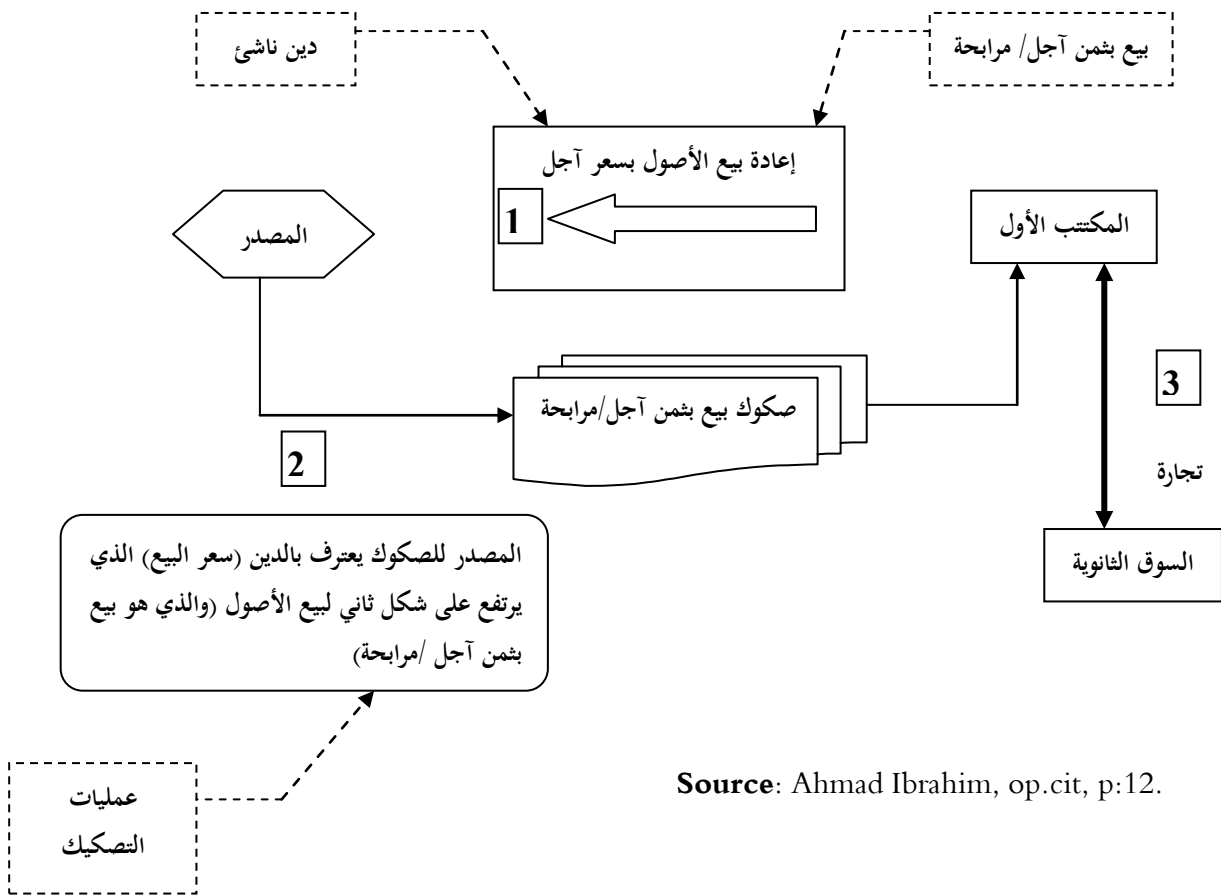
⁵ -AKhtar zaite, Abdul Aziz, opcit, p :23.

⁶ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص ص: 193-194.

⁷ - سعيده، حرفوش، مرجع سابق، ص180.

- (2) ثم تقوم الجهة المصدرة بإعادة شراء تلك الأصول من المكتتب الأول بسعر آجل أعلى من السعر الأول وعلى أقساط، ويكون هدف الجهة المصدرة ليس الربح من عملية البيع والشراء وإنما الحصول على السيولة دون فقدان الأصول محل البيع.
- (3) ثم تقوم الجهة المصدرة بإصدار صكوك البيع بضمن آجل باعتبارها إثبات دين لدى جهة المكتتب الأول وتكون هذه الصكوك بالقيمة المؤجلة للأصول.
- (4) تباع الجهة المكتتبة الأولى تلك الصكوك في السوق الثانوية وتتداول هناك. ويمكن تمثيل هذه الخطوات بالشكل التالي:

الشكل رقم (24): آلية التصكيك في إصدار صكوك المرابحة /بيع بضمن آجل في ماليزيا.



Source: Ahmad Ibrahim, op.cit, p:12.

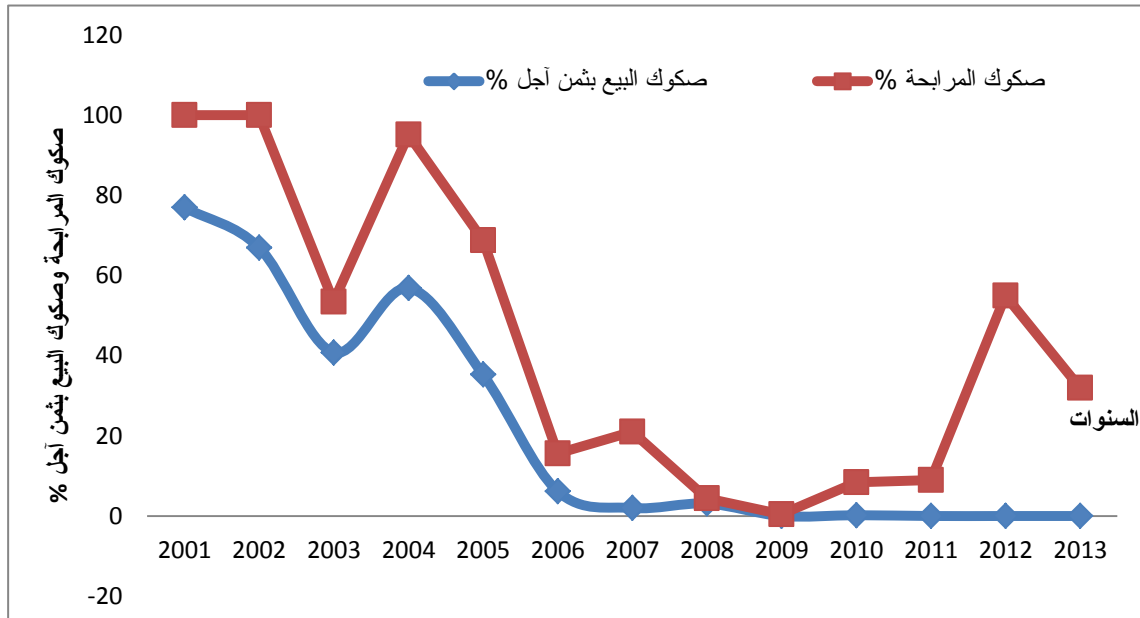
ويمكن ملاحظة تطور صكوك البيع بضمن آجل/ مربحة في السنوات (2001-2013) من خلال الجدول التالي:
الجدول رقم (07): تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ مربحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك البيع بضمن آجل %	77	67	40.8	56.88	36.3	6.2	2	3.1	-	0.2	-	-	-
صكوك المربحة %	23	33	12.7	38.27	33.5	9.4	19	1.3	0.4	8.2	9	55	32
نسبة صكوك المربحة / البيع بضمن آجل من الصكوك الكلية المصدرة	100	100	53.5	95.15	69.8	15.6	21	4.4	0.4	8.4	9	55	32

*Source: Securities commission malaysia Annual Reports :(2001,p:1-45), (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),(2010,p :6-54),(2011,p :6-53),(2012,p :6-62), (2013,p :135).

ويمكن تفرغ هذا الجدول في الشكل التالي:

الشكل رقم (25): تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ مربحة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)



المصدر: إعداد الطالب إعتماذا على الجدول أعلاه.

يتضح من الجدول السابق والرسم البياني ما يلي:

- تناقص في إصدار صكوك البيع بثمان آجل حيث كانت نسبته في سنة 2001 تساوي 77% بينما انعدم في سنة 2013.
- تذبذب في إصدار صكوك المراجعة حيث بلغت أعلى نسبة لها في سنة 2012 إلى 55% ثم تعود لتتخفف سنة 2013 إلى 32%.
- ويمكن تفسير هذه النتائج بالتالي:
- التراجع في إصدار صكوك البيع بثمان آجل من 77% سنة 2001 إلى 0% سنة 2013 قد يعود إلى الخلاف الفقهي الذي يدور حوله كونه قائم على بيع الدين.
- تذبذب في إصدار صكوك المراجعة راجع إلى ارتفاع إصدار صكوك المضاربة وصكوك المشاركة ابتداء من سنة 2005 في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مما دفع بالمستثمرين إلى الإقبال عليها بسبب بساطتهما وانخفاض تكاليف إصدارهما مقارنة بصكوك المراجعة.

2- صكوك الاستصناع:

تعرف صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية على أنها: "تلك الوثائق الممثلة لقيمة الأصول والمصدرة على أساسا بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة للجهة الممولة"¹. ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن "التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية" الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريف الاستصناع فقط، وعرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين التي ستسلم في المستقبل كما يطلب من البائع أو المقاول تسليمه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل. ولا يشترط في بيع الاستصناع أن يكون المستصنع هو الذي يقوم بنفسه فعلا بتنفيذ العمل المطلوب، إذا بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تنفذه تحت إشرافه ومسؤوليته.²

ويعود أو إصدار لصكوك الاستصناع في ماليزيا إلى سنة 2003 من قبل شركة sdn Power Bhd بقيمة 5.6 مليار رينجيت ماليزي مدة استحقاقها تتراوح ما بين 05-09 سنوات³.
وتتم عملية إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا وفق الخطوات التالية:⁴

¹ - securities commission Malaysia, "Guidelines on the offering of Islamic securities", 26 July 2004 P:A-2.

² - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص 157.

³ - Securities commission Malaysia, Annual Reports, 2003, p: 2-45

⁴ - سعيده، حرفوش، مرجع سابق، ص 184.

- 1) إبرام عقد الاستصناع بين الجهة المصدرة (المستصنع) والمقاول (الصانع) على شيء موصوف مثلاً بناء مشروع (المصنوع).
- 2) بيع الجهة المصدرة المصنوع إلى الجهة الممولة تقداً بثمن تكلفة المصنوع للحصول على تمويل لهذا المشروع.
- 3) تدفع الجهة الممولة ثمن تكلفة المصنوع إلى الجهة المصدرة عاجلاً، وفي هذه الحالة، تدفع الجهة المصدرة إلى المقاول نقداً ليصنع المصنوع نيابة عنها، وفي الغالب قد يكون المقاول تابعاً للجهة المصدرة.
- 4) تقوم الجهة الممولة بإعادة بيع المصنوع للجهة المصدرة فوراً يمثل الثمن الأول مع زيادة ربح معلوم على دفعة واحدة أو أقساط، بحسب مراحل تصنيع المشروع وفقاً لبيانات يوفرها خبير بالصناعة بحسب مراحل سير الصناعة، فهذه المعاملة تكون على أساس البيع بالثمن الآجل أو بيع المراجحة.
- 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 ويمكن ترجمة الخطوات السالفة الذكر بالمخطط التالي:

الشكل رقم (26): آلية إصدار صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية



المصدر: نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص 158.

ويمكن ملاحظة تطور صكوك الاستصناع في الفترة (2001-2013) في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

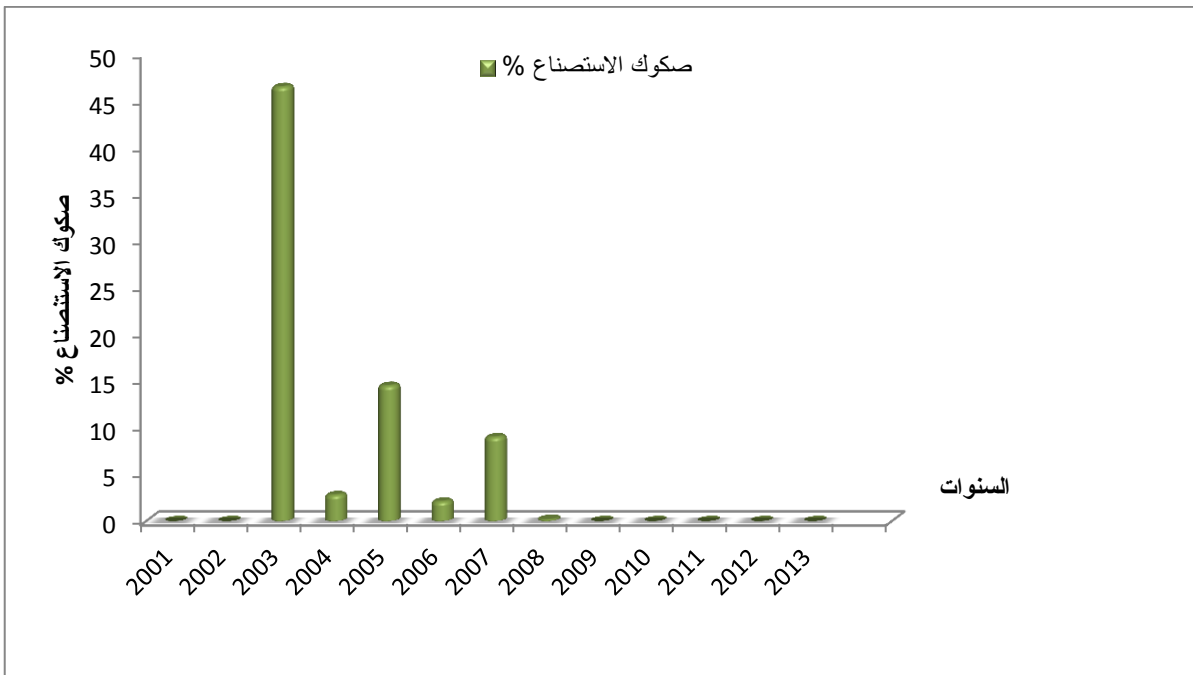
الجدول رقم (08): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
صكوك الاستصناع %	-	-	46.5	2.8	14.5	2.1	9	0.2	-	-	-	-	-

Source: Securities commission malaysia Annual Reports (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), (2010, p:6-54), (2011, p:6-53), (2012, p:6-62), (2013, p:135).

ويمكن ترجمة هذا الجدول إلى الشكل التالي:

الشكل رقم (27): تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)



المصدر: إعداد الطالب إعتقادا على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والرسم البياني نلاحظ أن أعلى نسبة لإصدار صكوك الاستصناع كان في عام 2006 بنسبة 46.5%، ثم بدأ في الانخفاض إلى غاية انعدامه تماما سنة 2009، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأسباب التالية:

- إصدار صكوك المشاركة وصكوك المضاربة في سنة 2005.
- كذلك عدم توافق صكوك الاستصناع مع الشريعة الإسلامية، كون إصدارها وتداولها لا يقوم على أساس شرعي، لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرّمه كثير من العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعا.¹

أما الزيادة التي حدثت في سنة 2005 ووصلت إلى ما نسبته 14.5% فيمكن إرجاعها إلى:

¹ - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص 160.

- التعديل الضريبي الذي أعلن عنه وزير المالية الماليزي من خلال التدابير الضريبية المتعددة لتشجيع استخدام التمويل الإسلامي في المعاملات وذلك بخفض الضريبة المدفوعة عند انتقال الأصول، كما حدث في صكوك الاستنصاع والبيع بثمن آجل والمرابحة.¹
- كما قد يعود هذا الارتفاع في سنة 2005 إلى ارتفاع رغبة الشركات المصدرة لا سيما في مجال التمويل في المشاريع الصناعية والإسكان وغيرها.²

ثالثا: الصكوك الإسلامية الماليزية القائمة على عقد الإجارة

1/تعريف الإجارة حسب التجربة الماليزية:

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 للحصول 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 حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكا لحملة الصكوك³، وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية، بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها. وإصدار هذه من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة. وكانت التجربة الماليزية توفر تطبيق إصدار صكوك الإجارة على المستوى العالمي مثل الصكوك الدولية الماليزية "Malaysia Global sukuk" "والصكوك الحكومية الباكستانية" "Pakistan Gouvernement Sukuk".⁴

وقد كان أول إصدار لصكوك الإجارة في ماليزيا في 3 جويلية 2002 عندما قامت الحكومة الماليزية بإصدار صكوك إجارة تعرف بالصكوك الدولية الماليزية (Malaysia Global sukuk) وتم تداولها في بورصة لابوان بقيمة 600 مليون دولار أمريكي وتستحق في سنة 2007.⁵

¹ - Securities commission Malaysia, Annual Report, 2003,p:2-44.

² - نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص160.

³ - المرجع سابق، ص161.

⁴ - المرجع السابق، ص161.

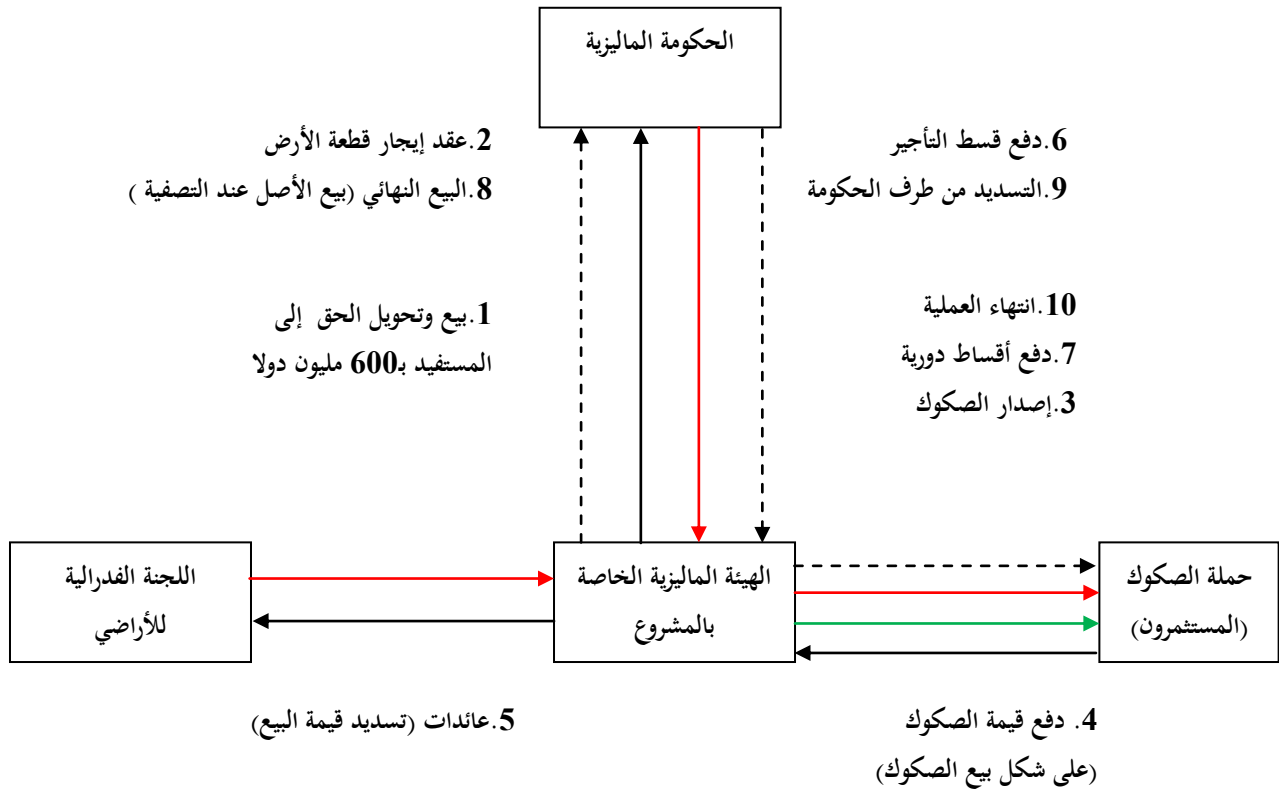
⁵ -Ali Arslan, Tariq, "Managnig Financial Risks of Sukuk Structures" Adissertation Submitted in partial ful filment of the requinements for the degree of Mastres of science at loughborough university, UK, September 2004, p: 33.

2/خطوات إصدار صكوك الإجارة الدولية:

يتم إصدارها وفق الخطوات التالية:¹

- 1) بيع للمستفيد وهو الهيئة الخاصة بالمشروع أراضي بـ600 مليون دولار من طرف اللجنة الفدرالية للأراضي Federal lands commission.
- 2) عقد إجارة للأرض مع الحكومة الماليزية.
- 3) إصدار الصكوك.
- 4) دفع قيمة الصكوك من طرف حملة الصكوك.
- 5) تسديد قيمة البيع للجنة من طرف الهيئة الخاصة بالمشروع.
- 6) دفع قسط التأجير من طرف الحكومة.
- 7) تقديم أقساط دورية لحملة الصكوك.
- 8) بيع الأصل عند التصفية النهائية.
- 9) تسديد قيمة البيع من طرف الحكومة الماليزية.
- 10) تسديد قيمة البيع لحملة الصكوك وانتهاء العملية. ويمكن تمثيل هذه الخطوات وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (28): آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا



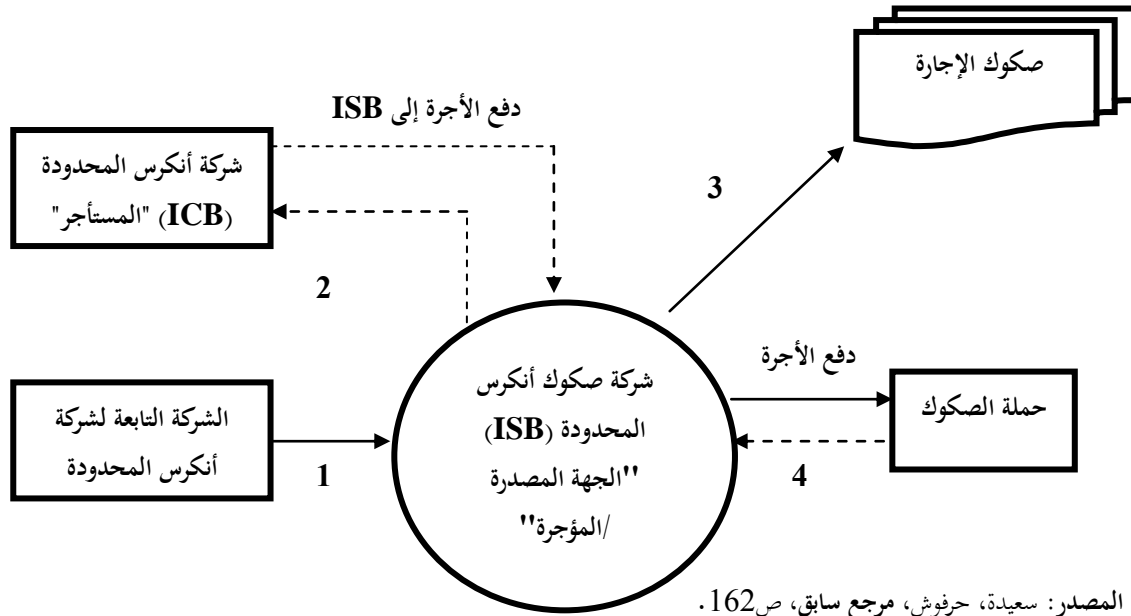
Source: Ahmad Ibrahim, opcit, p:23.

¹ - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص ص: 200-201.

3/ خطوات إصدار صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

- لقد كان أول إصدار محلي لصكوك الإجارة في ماليزيا في جويلية 2004 أصدرت من طرف الشركة المحدودة أنكرس (Ingress Corporation Bhd)، وهذا بقيمة تقدر بـ 160 مليون رينجيت ماليزي.¹
- وتتم عملية إصدار هذه الصكوك بالخطوات التالية:²
- 1) تقوم الشركة التابعة لشركة أنكرس المحدودة (البائع) ببيع أصولها إلى شركة صكوك أنكرس المحدودة (ISB) Ingress Sukuk Bhd (الجهة المصدرة) بقيمة 160 مليون رينجيت ماليزي.
 - 2) وتقوم الجهة المصدرة بإعادة تأجير أصولها إلى شركة أنكرس المحدودة Ingress corporation Bhd (ICB) لمدة معينة، بدفع أجرة نصف سنوية من خلال إبرام عقد الإجارة بقصد حصول الجهة المصدرة فيها على الأجر.
 - 3) ولتمويل شراء الأصول من الشركة التابعة لشركة أنكرس المحدودة، لا بد أن تصدر الجهة المصدرة صكوك الإجارة لاستيفاء ثمن الشراء لتلك الأصول، وتمثل هذه الصكوك حصة شائعة في ملكية الأصول المؤجرة.
 - 4) ويدفع المستثمرون (حملة الصكوك) القيمة لشراء الصكوك إلى الجهة المصدرة بضمن الحال للحصول على الصكوك، وفي تاريخ الاستحقاق، ستقوم شركة صكوك أنكرس المحدودة (ISB) (الجهة المصدرة) بإعادة بيع تلك الأصول إلى شركة أنكرس المحدودة (ICB) بضمن أصلي (قيمة اسمية في إصدار الصكوك مثلا) وحصولها ببيع الأصول تستخدم لإيفاء القيمة الاسمية للصكوك إلى المستثمرين.
- ويمكن تمثيل هذه الخطوات بالشكل التالي:

الشكل رقم (29): آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا



¹ - Securities commission Malaysia, Annual Report, 2004,p:2-24.

² - بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص ص: 201-202.

وتعتبر صكوك الإجارة متوافقة مع الشريعة الإسلامية سواء المحلية منها أو الدولية-حيث تصدر صكوك الإجارة الدولية بنفس الآلية- لتوفرها على المعايير المعتمدة من طرف هيئة المراجعة والمحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية والتي تم اعتمادها أيضا من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية، ويسمح بالتعامل في إصدار وتداول صكوك الإجارة في ماليزيا.¹ ويمكن تتبع تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا من خلال الجدول التالي:

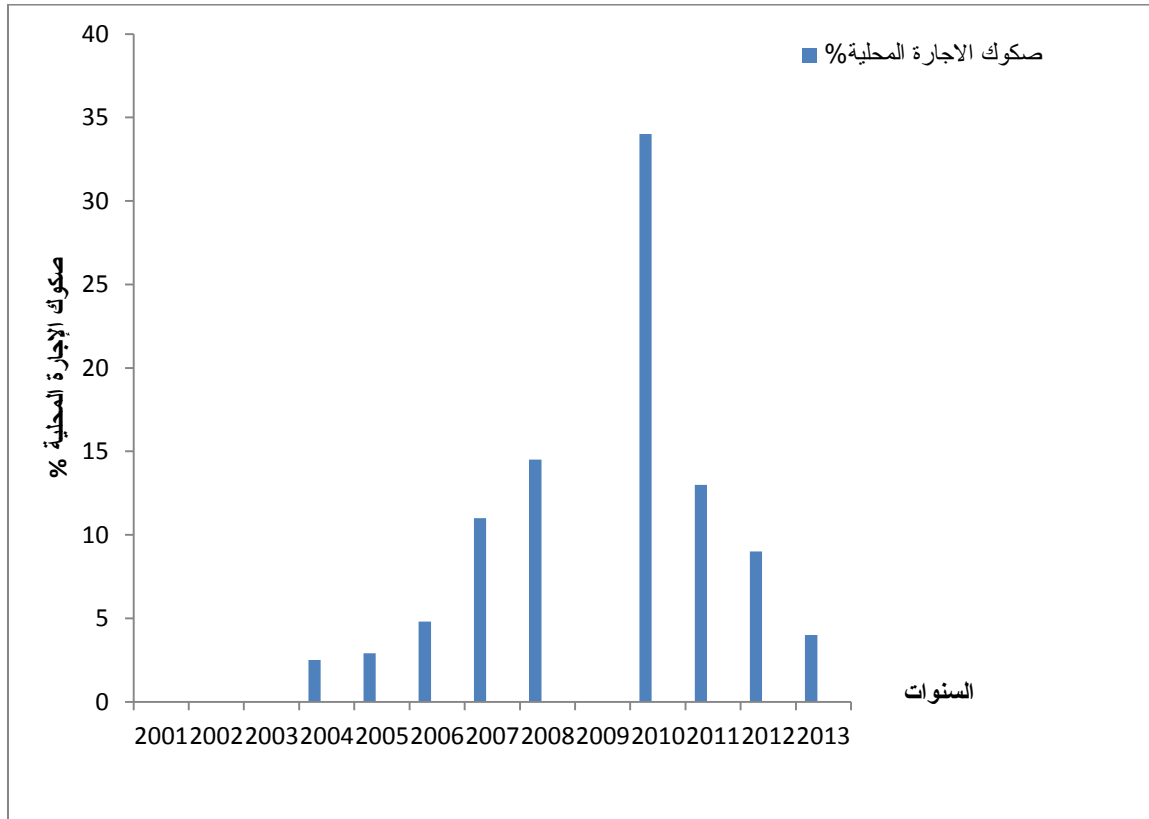
الجدول رقم (09): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001 – 2013).

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
نسبة صكوك الإجارة (%)	-	-	-	2,5	2,9	4,8	11	14,5	-	34	13	9	4

Source: securities commission Malaysia, Annual reports, (2001, p: 1-45), (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) , (2010, p: 6-54) , (2011, p: 6-53) , (2012, p: 6-62) , (2013, p: 135).

ويمكن تفرغ هذه البيانات في الشكل التالي:

الشكل رقم (30): تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001 – 2013).



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الجدول أعلاه.

¹ - أنظر: نبيل خليل طه، سمور، مرجع سابق، ص 163.

من خلال الجدول والأعمدة البيانية يمكن ملاحظة ما يلي:

- عدم إصدار صكوك الإجارة في الفترة من 2001 إلى 2003 وهذا راجع إلى كون أن إصدار الصكوك كان معتمد على صيغة صكوك بيع بثمن آجل / مراجعة، نظرا لسهولةها.
 - كما نلاحظ نمو هذا النوع من الصكوك بصفة متزايدة - تقريبا - من سنة 2004 إلى سنة 2012 مع ملاحظة انعدام الإصدار سنة 2009 وهذا يعود إلى ما يلي:
 - تزايد الإصدار من سنة 2004 إلى 2012 قد يعود إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين بهذه الصكوك، إضافة إلى قبولها الشرعي سواء إصدارا أو تداولا كما سبق التطرق لذلك.
 - في حين انعدام إصدار هذا النوع من الصكوك يعود إلى استحواذ صكوك المشاركة على سوق الصكوك في ماليزيا بنسبة ساحقة تقدر ب 99.6%¹.
- كما نلاحظ كذلك تراجع في نسبة إصدار صكوك الإجارة في سنة 2013 إلى ما نسبته 4% وقد يعود ذلك لنتيجة تزايد صدور أنواع أخرى من الصكوك على غرار صكوك الوكالة بالاستثمار التي صدرت في سنة 2013 بنسبة 24%²، إضافة إلى كل من صكوك المضاربة والمشاركة لسهولة إصدارهما.

¹ - Securities commission Malaysia, Annual report, 2009, p: 6-51.

² - Securities commission Malaysia, Annual report, 2013, p: 135.

المبحث الثالث: إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض التنمية الاقتصادية.

عملت ماليزيا على محاولة تحقيق التنمية في شتى المجالات وذلك من خلال مختلف الإصلاحات المستمرة التي قامت بها، وكانت التنمية الاقتصادية وكيفية تمويلها من الجوانب التي عملت ماليزيا على الإحاطة بها، خاصة في إطار النظام المالي والمصرفي الإسلامي كونه الممول الرسمي لهذه التنمية، ومن أهم أدوات التمويل هو إصدار الصكوك الإسلامية.

المطلب الأول: ملامح التنمية الاقتصادية في ماليزيا.

الفرع الأول: خطة التنمية في ماليزيا.

لقد اتبعت ماليزيا في تنميتها الاقتصادية مجموعة من الخطط الإنمائية بلغت حتى الآن تسع خطط مكنتها من تحقيق معدلات نمو عالية، وجنبتها الوقوع في شرك منطقة التغريب التي قد تنجم عن التغيير البيئي السريع وأهم هذه السياسات الإنمائية ما يلي:¹

أ- السياسة الاقتصادية الجديدة 1971-1990 (New Economic Policy):

تتميز الجدة في هذه السياسة أنها جاءت لمحو آثار 1969 الدامية، وهي في مجملها دعوة لطى الصفحة القديمة المشوبة بالصراعات العرقية، وقد أخذت هذه السياسة على عاتقها هيكلة المجتمع الماليزي، وجعلت من أولوياتها إعادة توزيع الثروة ومحاربة الفقر والأمية وتوحيد المجتمع وتحفيز النمو الاقتصادي السريع، وقد كانت أهم نتائج هذه السياسة الإنمائية هو توفير الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي، أيضا قامت هذه السياسة على التقليل من الفقر وتخفيضه من مستوى 49% سنة 1970 إلى 16% سنة 1990.

ب- سياسة التنمية القومية 1990-2000 (National Development Policy):

لقد اهتمت هذه السياسة الإنمائية المتزامنة مع التطور التكنولوجي في العالم بالعناية بالإنسان الماليزي، أي الاهتمام بالموارد البشرية وتنميتها، إلى جانب تكثيف أساليب التعليم المتطور وإدخال البرامج العالمية في مجالات العمل والتدريب، أيضا اعتمدت هذه السياسة الإنمائية على الاحتمالات التي يعرضها القطاع الخاص والاستفادة منه في تمويل البنية التحتية، والعمل على تعزيز مشاركة الملايو في عملية التنمية الاقتصادية، وقد أدرجت الخطة الماليزية السادسة (Sixth Malaysia plan) (1991-1995) ضمن سياسة التنمية الوطنية، وركزت على تضيق الفجوة بين الادخار والاستثمار، بهدف تحقيق نمو اقتصادي مناسب ومستقر، وذلك بتعزيز دور القطاع الخاص، واستهدفت هذه الخطة ما يلي:

1- زيادة فعالية الاستثمار وتكثيف الجهود لتحسين الهياكل الاجتماعية، خصوصا تنمية الموارد البشرية، وتنشيط البحث والتطوير R&D.

2- تحسين التنافسية الاقتصادية والإسراع في عملية التنمية الصناعية.

3- تحريك الادخار في اتجاه القطاعات الإنتاجية.

¹ - ناصر، يوسف، "ملامح التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية"، أوراق بحثية، العدد الخامس، 2008، دون بلد نشر، ص: 86-114.

ج- الرؤية المستقبلية 2020 (vision 2020) :

تقوم هذه الرؤية على استشراف المستقبل، بحيث يتم تصميم مجتمع متقدم تقنيا، بإمكانه أن يرتقي بماليزيا إلى مصاف الدول المتقدمة سنة 2020، وتحقيق أهداف هذه الرؤية رهن بنمو اقتصادي يصل إلى 7% حتى غاية 2020 وقد تزامنت هذه الرؤية مع الدعوة إلى العمل على إنجاح مشروع المالتيميديا Multimedia Super Corridor والذي يسعى إلى تحويل مدينة سايبرجايا Cyberjaya الصناعية إلى بؤرة تكنولوجية تتجمع حولها شركات العالم العملاقة، حيث يسهر على إنجاح هذه الرؤية كل من القطاع العام والقطاع الخاص المنضوي تحت المجموعة الصناعية الحكومية الماليزية للتكنولوجيا العالية MIGHT، التي أسسها المجلس الماليزي للأعمال التجارية MBC، والمجلس القومي للبحث والتطوير، وتهدف رؤية 2020 إلى انجاز الأهداف التالية:

- 1- بناء دولة ماليزية متحدة وقوية.
- 2- مجتمع ماليزي متقدم.
- 3- مجتمع ناضج ديمقراطيا.
- 4- تنمية مستقرة.
- 5- اقتصاد منافس وديناميكي وقوي ومرن¹.

وتعد التجربة التنموية الاقتصادية الماليزية رائدة في العالم، بسبب نجاحها في تحقيق التنمية والتطور الاقتصادي المطلوب خلال ثلاثة عقود من الزمان، إذ زاد متوسط الناتج القومي السنوي للفرد من 680 دولارا أمريكيا في عام 1974 إلى 6384 دولارا أمريكيا لعام 2007، ويمثل القطاع الصناعي 30،3% بينما يمثل قطاع الخدمات 53،2% من الناتج المحلي لعام 2007، وبلغت نسبة قوى العمل الاقتصادي 66،9%². كذلك تعد ماليزيا من الدول المنتجة والمصدرة للصناعات الالكترونية، والأجهزة السمعية البصرية، والكهربائية والمواد الكيماوية، وهي من أكثر الدول المنتجة لزيت النخيل، إذ تمثل 75% من الإنتاج العالمي، ورابع مصدر في العالم للقصدير والحبوب والكاكاو بالإضافة إلى إنتاج المطاط الطبيعي، والأخشاب الاستوائية، والفلفل الأسود والنفط، ومن الجدير بالذكر نشير هنا إلى مشروع ماليزيا 2020 الذي تبنته الحكومة، وهو مشروع طموح للنهوض الصناعي بمختلف المجالات، وقد طرح في عهد رئيس الوزراء السابق محاضر محمد، والذي عبأ كل طاقات البلاد للنهوض بهذا المشروع ويهدف هذا المشروع إلى الوصول إلى مرحلة الاكتفاء الذاتي، والوقوف جنبا إلى جنب مع الدول المتقدمة صناعيا، والخروج نهائيا من قائمة دول العالم الثالث، والذي يرى أن بناء التنمية يقوم على الاستفادة من المهارات والخبرات والتكنولوجيا الغربية مع عدم التضحية بالقيم الإسلامية، والتمسك بالتقاليد المحلية واللذان يعدان المدخل الصحيح للتنمية³.

¹ - المرجع السابق، ص ص: 86-114.

² - زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 247.

³ - المرجع السابق، ص 247.

الفرع الثاني : العوامل الاقتصادية والسياسية المساعدة على نجاح التجربة الماليزية.

لقد تضافرت عدة عوامل أدت إلى ريادة التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية، وهذه العوامل منها ما هو اقتصادي ومنها ما هو سياسي.

أولاً: العوامل السياسية.

وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:¹

1- المناخ السياسي لدولة ماليزيا يمثل حالة خاصة بين جيرانها، بل بين الكثير من الدول النامية، حيث يتميز بتهيئة الظروف الملائمة للإسراع بالتنمية الاقتصادية، وذلك أن ماليزيا لم تتعرض لاستيلاء العسكريين على السلطة.

2- يتم اتخاذ القرارات دائماً من خلال المفاوضات المستمرة بين الأحزاب السياسية القائمة على أسس عرقية، ما جعل سياسة ماليزيا توصف بأنها ديمقراطية في جميع الأحوال.

3- تنتهج ماليزيا سياسة واضحة ضد التفجيرات النووية، وقد أظهرت ذلك في معارضتها الشديدة لتجارب فرنسا النووية، وحملتها التي أثمرت عن توقيع دول جنوب شرق آسيا العشر المشتركة في (تجمع الأسيان) في عام 1995 على وثيقة إعلان منطقة جنوب شرق آسيا منطقة خالية من السلاح النووي وقد ساعد هذا الأمر على توجيه التمويل المتاح للتنمية بشكل أساسي بدلا من الإنفاق على التسليح وأسلحة الدمار الشامل.

ثانياً: العوامل الاقتصادية.

تعد ماليزيا بلداً نشيطاً دائماً الحركة، وقد تحولت من بلد يعتمد على الزراعة والسلع الأولية لتصبح اليوم أحد الاقتصادات المصدرة التي تقوم على الصناعات التي تتميز بكثافة عالية في رأس المال وتستند إلى المعرفة والتكنولوجيا المتطورة²، وتتمثل أهم العوامل الاقتصادية المساعدة على التنمية فيما يلي³:

1- رفض الحكومة الماليزية تخفيض النفقات المخصصة لمشروعات البنية الأساسية، والتي هي سبيل للاقتصاد إلى نمو مستقر في السنوات المقبلة، لذا قد ارتفع ترتيب ماليزيا لتصبح ضمن دول الاقتصاد الخمسة الأولى في العالم في مجال قوة الاقتصاد المحلي.

2- انتهجت ماليزيا إستراتيجية تعتمد على الذات بدرجة كبيرة من خلال الاعتماد على سكان البلاد الأصليين الذين يمثلون الأغلبية المسلمة للسكان.

¹ - عبد الحافظ، الصاوي، "قراءة في تجربة ماليزيا التنموية"، مجلة الوعي الإسلامي، العدد رقم 451، الشهر 5، السنة 3، دولة الكويت، على الرابط: www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/ec-5.doc، تاريخ الاطلاع: 2014-05-07.

² - الاستثمار في ماليزيا، على الرابط: www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=invest-in-malaysia، تاريخ الاطلاع: 2014-05-15.

³ - عبد الحافظ، الصاوي، مرجع سابق

- 3- إهتمام ماليزيا بتحسين المؤشرات الاجتماعية لرأس المال البشري الإسلامي، من خلال تحسين الأحوال المعيشية والتعليمية والصحية للسكان الأصليين، سواء كانوا من أهل البلاد الأصليين أو من المهاجرين إليها من المسلمين الذين ترحب السلطات بتوطينهم.
- 4- إعتداد ماليزيا بدرجة كبيرة على الموارد الداخلية في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات حيث ارتفع الادخار المحلي الإجمالي بنسبة 40% بين سنة 1970 وسنة 1993، كما زاد الاستثمار المحلي الإجمالي بنسبة 50% خلال الفترة عينها.
- كما توجد عوامل أخرى ساعدت على نجاح التجربة التنموية في ماليزيا منها¹:
- 5- أنها تعاملت مع الاستثمار الأجنبي المباشر بحذر حتى منتصف الثمانينات، ثم سمحت له بالدخول ولكن ضمن شروط تصب بشكل أساسي في صالح الاقتصاد الوطني منها:
- ألا تنافس السلع التي ينتجها المستثمر الأجنبي الصناعات الوطنية التي تشبع حاجات السوق المحلية.
 - أن تصدر الشركة 50% على الأقل من جملة ما تنتجه.
 - الشركات الأجنبية التي يصل رأس مالها المدفوع نحو 2 مليون دولار يسمح لها باستقدام خمسة أجناب فقط لشغل بعض الوظائف في الشركة.
- 6- أيضا إمتلاك ماليزيا لرؤية مستقبلية للتنمية والنشاط الاقتصادي من خلال خطط خماسية متتابعة ومتكاملة منذ الاستقلال وحتى الآن، بل استعداد ماليزيا المبكر للدخول في القرن (الواحد والعشرون) من خلال التخطيط لماليزيا 2020م والعمل على تحقيق ما تم التخطيط له.
- 7- وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاطات الصناعي (الصناعات الاستهلاكية - الوسيطة - الرأسمالية) وقد كان هذا الأمر كمحصلة لنجاح سياسات التنمية بماليزيا فيمكن إعتباره سببا ونتيجة في الوقت عينه.
- وعلى الرغم من التحفظات الشرعية حول التجربة الماليزية في الصناعة المالية الإسلامية، تمثل ماليزيا المرتبة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية ، حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل مشاريع البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز الصكوك كأداة تمويلية، كما تعتبر ماليزيا عضوا في الكثير من مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية ، ومنها مثلا مجلس الخدمات المالية الإسلامية بكوالالمبور ، وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بالبحرين...².

¹ - المرجع السابق.

² - شرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية- كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية- التجربة الماليزية والسودانية أنموذجا"، مرجع سابق، ص15.

المطلب الثاني: دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية في ماليزيا.

ساهمت الصكوك الإسلامية في ماليزيا في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية ويظهر ذلك بوضوح من خلال التزايد المستمر لإصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

الفرع الأول: مراحل تطور إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا.

لقد مرت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك بعدة خطوات نوجزها في مرحلتين أساسيتين هما¹:

أولاً: تذبذب في إصدار الصكوك.

وتمتد هذه المرحلة من 1990 إلى 2000 حيث شهدت عدم استقرار في إصدار الصكوك وهذا لحدائتها في السوق المالي الماليزي، ومن أهم ما يميز هذه المرحلة التي مرت عليها ماليزيا في تطويرها لصناعة الصكوك كانت:

1- سنة 1990: أصدرت شركة Shell MDS Sdn BHD - وهي شركة أجنبية وغير إسلامية- أول صك إسلامي بالرنجيت الماليزي بقيمة 125 مليون رنجيت (33 مليون دولار)، وكانت بصيغة البيع بضمن أجل.

2- سنة 1997: أطلقت شركة khazanah المملوكة للحكومة الماليزية أول صكوك KHAZANAH وكانت صكوك بدون فوائد (صفر كوبون)، كان إصدار هذا الصك من قبل الحكومة محاولة منها إيجاد صك بديل للسندات التقليدية المحلية ولمعرفة مدى استجابة السوق لهذا النوع من المنتجات .

3- سنة 2000: من الضوابط التي قررتها لجنة مراقبة عمليات البورصة على مصدري السندات الإسلامية تعيين المستشارين الشرعيين المستقلين.²

ثانياً : مرحلة نمو سوق إصدار الصكوك الإسلامية.

وشهدت هذه المرحلة نموا مضطربا من ناحية الحجم والقيمة، وكذلك من ناحية الأنواع المبتكرة من الصكوك وتميزت هذه المرحلة بالآتي:³

1- سنة 2001: أصدرت شركة KUMPULANGUTRIE BHD أول نوع من صكوك الإجارة بمبلغ 150 مليون دولار أمريكي، وتمثل أولى الصكوك التي تم تصنيفها قبل إصدارها ، وكانت مدرجة في مركز لوبوان الدولي للتبادل (LFX)، وكانت هذه الصكوك من بين أولى صكوك الإجارة التي كونت إصدار قيمته 395 مليون دولار أمريكي.

¹ - محمد، غزال، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2012/2013، ص:191.

² - نور الدين، أنجدمون، " تطوير الصكوك في ماليزيا"، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض، 25 أكتوبر 2008، ص:6.

³ - محمد، غزال، مرجع سابق، ص:192.

2- سنة 2002: أطلقت الحكومة الماليزية صكوك الإجارة المشهورة (الصكوك الماليزية الدولية) بمبلغ 600 مليون دولار أمريكي، حيث أصبحت بهذا الإصدار أول دول العالم التي تصدر الصكوك الحكومية الدولية.¹ وقد سمحت الحكومة الماليزية بخصم مصروفات إصدار الصكوك الإسلامية من ميزانيتها الفيدرالية سنة 2003 وكان الإصدار على مبادئ شرعية من الإجارة والمضاربة والمشاركة.

3- سنة 2003: حل شامل لمشاكل الضريبة في السندات الإسلامية كما هو الحال في السندات التقليدية وقد أعلن عن هذا في الميزانية الفيدرالية لسنة 2004.

كما أن الحكومة الماليزية قد سمحت بخصم مصروفات إصدار السندات الإسلامية التي أصدرت على مبدأ الاستصناع من ميزانيتها الفيدرالية لسنة 2004.

4- سنة 2004: أصدرت لجنة مراقبة عمليات البورصة ضوابط عرض السندات الإسلامية، وكان إصدار هذه الضوابط بمثابة الهيكل التيسيري في إصدار السندات الإسلامية لتنمية جوانب الابتكار لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

شركة Ingress الاعتبارية أصدرت أول السندات الإسلامية الاعتبارية بنموذج الصكوك الماليزية الدولية. كما تم إصدار صكوك Sarawak الاعتبارية التي تم بموجبها إنشاء الكيان ذو الأغراض الخاصة من قبل الشركة الاقتصادية للتنمية التابعة ل (SEDC) والتي أطلقت أول صكوك للإجارة الدولية لمدة خمس سنوات بمبلغ 350 مليون دولار أمريكي وأصدرت على شكل قيمة سندات تراست يجل أجلها في سنة 2009 وهذه الصكوك مدرجة وتباع في LFX.

مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وهي جناح من أجنحة البنك الدولي للقطاع الخاص أصدرت السندات الإسلامية بمبلغ 500 مليون رينجيت ماليزي وكان أول إصدار إسلامي من قبل هذه المؤسسة.

5- سنة 2005: أصدر البنك الدولي السندات الإسلامية (الصكوك) التي يجل أجلها في 2010 بمبلغ 760 مليون رينجيت ماليزي وهو أكبر عمليات سوق الصكوك من حيث الإصدار، كما تم في هذه السنة أول إصدار لصكوك المشاركة من طرف شركة Musyarakah One Capital Berhad بقيمة 2,5 مليون رينجيت ماليزي.²

6- سنة 2006: إطلاق أول مؤشر دولي للصكوك الإسلامية في كوالالمبور، وعرف هذا المؤشر بـ DowGones Citi Group Sukuk index وهذا المؤشر يقيس عمل الصكوك الإسلامية ذات الإيراد الثابت، التي تحكمها ضوابط الاستثمار الشرعي، وتم إنشاء هذا المؤشر بشكل أساسي لمساعدة المستثمرين الراغبين في الاستثمار في الصكوك الإسلامية والتي تمتاز بإيراد ثابت.

¹ - نور الدين، أنجدمون، مرجع سابق، ص: 6-8.

² - Securities commission Malaysia, Annual report, 2005, P: 2-21.

كما أطلقت شركة KHAZANAH NATIONAL BHD لأول صكوك مشاركة قابلة للتبادل وموافقة للشريعة الإسلامية بقيمة 750 مليون دولار أمريكي، وإدراجها للتداول في بورصة هونغ كونغ.

7- سنة 2007: أكبر مشروع تمويل الصكوك والسندات التقليدية من طرف شركة Cagamas BHD بمبلغ 60 بليون رينجيت ماليزي.

كما تم إصدار صكوك بمبلغ 15,4 بليون رينجيت ماليزي من قبل Binanag GSM sdn BHD بمبلغ 850 مليون دولار أمريكي.

كما تم إصدار أكبر حجم من الصكوك القابلة للتداول من قبل KHAZANAH Nasional BHD

إصدار لأول صكوك مختلطة من طرف شركة Malak off C. BHD بقيمة 1,7 بليون رينجيت ماليزي.¹

8- سنة 2008: إصدار لأول صكوك من طرف شركة ذات الغرض الخاص، ممولة من طرف بنك التنمية الإسلامية من طرف شركة TADAMUN SERVICES BHD بقيمة 1 مليون رينجيت ماليزي.

9- سنة 2009: إصدار لأكبر عرض من الصكوك الإسلامية بعملة أجنبية من طرف شركة Nasional BHD Petroliom الماليزية إلى هذا التاريخ بقيمة 1,5 مليار دولار أمريكي.

10- سنة 2010 - 2013: تم إصدار نوع جديد من الصكوك في ماليزيا لذوي الدخل المحدود، حيث خصص الإصدار الجديد لتمويل مشروع خط القطار الجديد في العاصمة الماليزية كوالالمبور 2012م تبلغ قيمته نحو 1,5 مليار دولار، خصص منها نحو 300 مليون دولار للمواطنين ذوي الدخل المحدود وصغار المستثمرين.²

الفرع الثاني: مظاهر استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية والمشاريع التنموية في ماليزيا.

تمتلك ماليزيا أكبر سوق للتمويل الإسلامي، وبذلك فهي تعد رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية حيث أصدرت عدة إصدارات من الصكوك لتحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث قيمة الإصدار (عدا في سنتي 2007 و 2008 كانت الريادة للإمارات العربية المتحدة)، وكان الهدف من تلك الإصدارات هو تمويل عمليات إنشاء وتطوير عدة مشروعات عملاقة في مجال البنية التحتية والمشاريع التنموية مثل : المطارات والطرق الرئيسية وعمليات التنقيب عن الغاز وصناعة البتروكيمياويات والعقارات وغيرها، والتي كانت تجربة ناجحة دفعت ماليزيا مع العديد من الإصلاحات الاقتصادية لمرحلة كبرى من النمو الاقتصادي.³

ويعد إصدار النوع الجديد من الصكوك لذوي الدخل المحدود، والذي خصص منه ما قيمته 1,5 مليار دولار لتمويل مشروع خط القطار الجديد في العاصمة الماليزية كوالالمبور في سنة 2012 خير دليل.

¹ - محمد، غزال، مرجع سابق، ص193.

² - فاطمة الزهراء، سبع، مرجع سابق، ص258.

³ - شرياق، رفيق، " الصكوك الإسلامية- كمقترح تمويلي - لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية- التجربة الماليزية والسودانية أنموذجا"، مرجع سابق، ص16.

ولقد ساهم إصدار الصكوك بشكل كبير، في جمع الأموال اللازمة لتحريك عجلة الاقتصاد المالي، فمنذ ظهورها سنة 1990 قدمت أداة جديدة لاستعمالها من طرف الشركات الخاصة، والحكومية على حد سواء بتلبية حاجتهما الاستثمارية أو التنموية ، فالإحصائيات تبين أن القطاع الأكثر إصدارا للصكوك يتمثل في القطاع المالي بنسبة 24% متبوع بقطاع النقل ب 22%، ثم قطاع الطاقة والمناجم ب 16% فقطاعى البناء والاتصالات استقطبا ما نسبته 10% لكل قطاع، في حين قطاعات العقار والنفط والغاز والخدمات أصدرت صكوكا ب 3% في كل قطاع ، وقطاعات أخرى حصلت على 7%¹ ، ويمكن إبراز ذلك في الشكل المبين أدناه.

الجدول رقم (10) : المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (جانفي 1996 إلى غاية سبتمبر 2012).

الوحدة: مليار دولار أمريكي

القطاعات	المالية	النقل	الطاقة والمناجم	البناء	الاتصالات	العقار	الخدمات	النفط والغاز	الجامع السكنية	قطاعات اخرى
إصدارات الصكوك في ماليزيا	26.5	25	18	11.5	12	3.8	3.5	3.4	1.6	5.5
عدد الإصدارات في ماليزيا	215	237	216	360	55	107	24	83	8	215

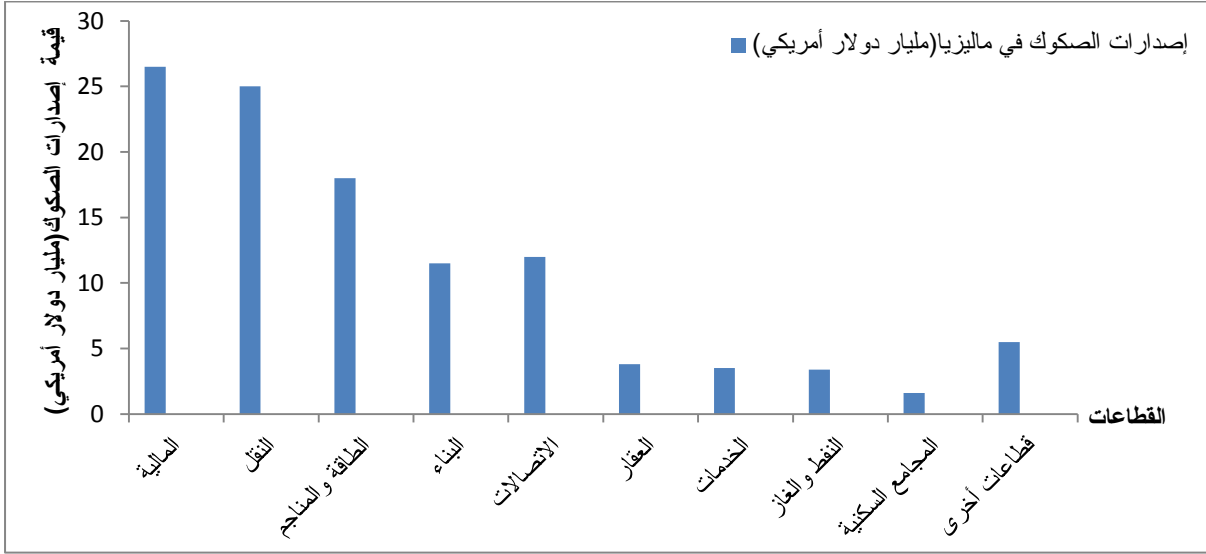
المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على:

Thomson reteurs, Islamic Finance Gateway, Thomson reteurs Zawaya sukuk, perceptions and Forecast study 2013, p: 65.

ويمكن تفريغ بيانات هذا الجدول في الشكل التالي:

¹ - محمد، غزال، مرجع سابق، ص207.

الشكل رقم (31): إصدارات الصكوك في ماليزيا لتمويل المشاريع الاقتصادية خلال الفترة (1996 إلى سبتمبر 2012).



المصدر: إعداد الطالب اعتماداً على الجدول اعلاه.

وتجدر الإشارة إلى أن عدد إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا لغرض تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية قد ارتفع إلى 2438 إصداراً وهذا خلال سبتمبر 2013¹ ، وهو رقماً كبيراً خاصة إذا ما قورن بعدد إصدارات الصكوك في دول أخرى كإمارات العربية المتحدة والعربية السعودية واندونيسيا، وبالتالي تحتل ماليزيا المركز الأول عالمياً في عدد إصدارات الصكوك لغرض تمويل المشاريع الاقتصادية وذلك بقيمة 324.576.9 مليون دولار أي ما نسبته 66.5% من القيمة الإجمالية الكلية لإصدارات الصكوك الإسلامية في العالم الموجهة لتمويل المشاريع التنموية والتي تقدر ب: 488.172 مليون دولار، وهو ما يفسر أهمية الصكوك الإسلامية في ماليزيا وإعتمادها الكبير عليها والمجهودات المبذولة من طرف الحكومة الماليزية لتطوير الصكوك الإسلامية.

¹ - Thomson reteurs, Islamic Finance Gateway, Thomson reteurs Zawaya sukuk, perceptions and Forecast study 2014, p: 16

المبحث الرابع: إصدارات الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي وأثرها على المتعاملين فيه. لقد شكل إصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتعدد المجالات الممولة بها - كما سبق - إلى تعدد المتعاملين بها وذلك من خلال المصارف المتعاملة ومختلف المؤسسات والتي تحاول أن تجد فيها ملاذا لتحقيق أهدافها المتباينة، وعموما الهدف الأسمى لمختلف هذه المؤسسات المالية والمصارف هو الحصول على السيولة كونها أداة مناسبة لذلك.

المطلب الأول: المتعاملون في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

الفرع الأول: البنك المركزي الماليزي.

يمثل بنك ماليزيا المركزي (بنك نيغارا المركزي BNM *) قمة الهيكل المالي والمصرفي في الدولة وتمثل أهدافه الرئيسية حسب تعريفها في قانون بنك ماليزيا المركزي لعام 1958م في:

- 1- إصدار العملة وحفظ الاحتياطات التي تضمن قيم العملة.
- 2- القيام بدور صاحب البنك والمستشار المالي للحكومة.
- 3- تعزيز الاستقرار المالي والهيكل المالي السليم.
- 4- تعزيز التشغيل الموثوق والكفاءة للأنظمة الوطنية للمدفوعات والتسويات وضمن توجيه سياسة أنظمة المدفوعات والتسويات لصالح ماليزيا.¹
- 5- التأثير في الوضع الائتماني لصالح ماليزيا.

ومن أجل أن يحقق البنك أهدافه، تم تخويله سلطات قانونية طبقا لعدة قوانين لتنظيم والإشراف على المؤسسات المالية والوسطاء الماليين الآخرين من غير البنوك، كما يدير البنك أيضا لوائح التحكم في تبادل النقد الأجنبي في الدولة ويقوم بدور الملجأ الأخير للمقرض في نظام البنوك.²

ومن العناصر الهامة التي تساهم في نمو الصيرفة الإسلامية في ماليزيا : دور البنك المركزي الماليزي، حيث قام بالتعزيزات لكل العناصر القادرة على تنمية وتطوير الصيرفة الإسلامية في ماليزيا، والتعزيزات التي قام بها «البنك المركزي الماليزي» تركز على النواحي المتعددة من بينها:³

- 1- تعزيز المرافق الشرعية القانونية: ومن الجهود المتعلقة بهذا الإطار إصدار BNM الضوابط الخاصة بحكم اللجنة الشرعية للمؤسسات المالية في شهر ديسمبر 2004م لتنسيق وظائف اللجان الشرعية ومهامها في المؤسسات المالية، وهذه الضوابط دخلت حيز التنفيذ اعتبارا من 1 أبريل 2005.

¹ - حكيم ، براضية، "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2010/2011، ص155.

² - نظام البنوك في ماليزيا، على الرابط: <http://www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=banking-system>

تاريخ الاطلاع: 17-05-2014.

³ - زاهر الدين محمد، الماليزي، "تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية"، بحث مقدم إلى « مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول» دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديي، 31 مايو - 3 يونيو 2009، ص:9-12 بتصرف.

- 2- تعزيز المرافق المالية المؤسسية : حيث قام البنك المركزي الماليزي بتحرير القطاع المصرفي الإسلامي، حيث من شأنه أن يؤدي إلى دخول المصارف الإسلامية الأجنبية، مما يدعم تنوع المنتجات وتحفيز الابتكارات المالية ويدعم تنمية النظام المالي الإسلامي ويربط ماليزيا بغيرها من الأسواق المالية الإسلامية.
- 3- تعزيز الإطار الشرعي: ومن مظاهره صدور « الضوابط الخاصة باللجان الشرعية»، مما زاد من عدد المستشارين الشرعيين الذين يعينون كأعضاء اللجان الشرعية بصورة ملموسة، مما يزيد من عدد الخبراء الشرعيين المؤهلين في هذه الدولة.
- 4- تعزيز الإطار القانوني: ومن مظاهره مراجعة قانون الشراء التأجيري لسنة 1967م لتغطية الشراء التأجيري الإسلامي، كما تتم دراسة التشريعات الأخرى ذات العلاقة بما فيها لائحة أراضي الدولة ولائحة الشركات لسنة 1956م، ولائحة العقود لسنة 1950م، وذلك لمواكبة التطورات الجارية في الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، كما قام البنك المركزي بمراجعة تشريعات الصيرفة والتمويل الإسلامي والتكافل.
- 5- تعزيز الإطار التنظيمي: ومن مظاهره إصدار الدليل الأول لضوابط الشريعة الإسلامية، في شهر مارس 2004م، ويهدف من ورائها إلى تعزيز فعالية مجلس الإدارة الذي سيكون مسؤولاً عن الإدارة الكلية للمصرف.
- 6- تعزيز الإطار الاحتراسي: وذلك من خلال إصدار الهيكل المنقح حسب العوائد لصناعة الصيرفة الإسلامية ومنها كذلك إصدار إطار مماثل للمصارف الإسلامية في شهر سبتمبر سنة 2004م وفق عملية تطبيق إطار كفاية رأس مال مخاطر السوق للمؤسسات المصرفية التقليدية.
- 7- تعزيز الإطار التشغيلي : حيث قام البنك المركزي الماليزي بتطوير نظام على الخط يعرف باسم « نظام الموافقة على المنتجات والتخزين»، وتم إعداد هذا المشروع في عام 2005م لتسهيل عملية مراقبة الإجراءات المتعلقة بالطلبات والبحث السريع لأحدث المعلومات المتعلقة بالمنتجات المخزونة.
- 8- تعزيز وتنمية رأس المال الفكري: وذلك من خلال تأسيس المؤسسات الدراسية مثل « المركز الدولي للتعليم المالي الإسلامي INCEIF» والمؤسسات البحثية مثل « الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية ISRA »
- الفرع الثاني: المؤسسات المالية.**

يوجد في ماليزيا العديد من المؤسسات المالية للتنمية التي تم إنشاؤها لتحقيق أهداف محددة في تنمية القطاعات الاقتصادية الإستراتيجية وتعزيزها، بما في ذلك قطاعات التصنيع والصادرات، والمشاريع الصغيرة والمتوسطة إلى جانب قطاعات الزراعة والبنية التحتية والملاحة البحرية، تقوم هذه المؤسسات المالية للتنمية بدور مكمل للمؤسسات البنكية عن طريق توفير مجموعة من الخدمات المالية وغير المالية لدعم تنمية القطاعات الإستراتيجية.¹

¹ - نظام البنوك في ماليزيا، مرجع سابق.

وتعمل البنوك - بما فيها الإسلامية - من خلال شبكة من أكثر من 2200 فرعا في أنحاء العالم وتتواجد ستة مجموعات بنكية ماليزية في 18 دولة من خلال فروع ومكاتب تمثيلية ومؤسسات تابعة ومشروعات مشتركة كما أن هناك أيضا 21 بنكا أجنبيا يقيم مكاتب تمثيلية في ماليزيا.

والجدول التالي يعطي نظرة عامة على عدد المؤسسات المالية والمصرفية في ماليزيا بحلول نهاية سبتمبر/ أيلول 2008:

الجدول رقم (11): المؤسسات المالية والبنوك في ماليزيا نهاية سبتمبر 2008

المؤسسات المالية	العدد الإجمالي
البنوك التجارية	22
البنوك الاستثمارية/ التجارية	15
البنوك الإسلامية*	15
البنوك الإسلامية الدولية	1
شركات التأمين	41
شركات التأمين الإسلامية (القائمون على التكافل)	8
القائمون الدوليون على التكافل	1
شركات إعادة التأمين	7
شركات إعادة التأمين الإسلامية (القائمون على إعادة التكافل)	3
المؤسسات المالية للتنمية	13

*تشمل بنكا إسلاميا أجنبيا واحدا بدأ عملياته في أكتوبر/ تشرين الثاني 2008.

المصدر: نظام البنوك في ماليزيا، مرجع سابق.

الفرع الثالث: متعاملون آخرون

يتعامل في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كذلك متعاملون آخرون ومنهم الحكومة وصناديق الاستثمار والأفراد...

وما زاد من الإقبال على التعامل في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو إطلاق ماليزيا مبادرات مركز ماليزيا المالي الدولي، والتي تعتبر جهدا تعاونيا نظمه المشرعون الماليون ومشروعوا الأسواق في ماليزيا إلى جانب كبار مسؤولي الوكالات الحكومية ذات الصلة ومشاركين من قطاعات سوق البنوك والتكافل ورأس المال...¹

وقد قامت ماليزيا بإصدار تراخيص يتم تقديمها لجذب المزيد من المشاركين إلى مركز ماليزيا الإسلامي الدولي والتي منها:²

¹ - نظام البنوك في ماليزيا، مرجع سابق.

² - المرجع السابق.

- إصدار تراخيص أعمال بنكية إسلامية دولية جديدة طبقا لقانون البنوك الإسلامية لعام 1983 للمؤسسات المالية المؤهلة الأجنبية والماليزية لتمارس كل أعمال البنوك الإسلامية مع المقيمين وغير المقيمين بالعملة الدولية سواء كمؤسسة تابعة أو كفرع، سيتمتع الكيان بإعفاء كامل من ضريبة الدخل لمدة عشر سنوات حتى السنة الضريبية 2016 طبقا لقانون ضريبة الدخل لعام 1967.
- إصدار تراخيص جديدة لقائمين دوليين على التكافل للمؤسسات المالية المؤهلة الأجنبية والماليزية لتمارس كل أعمال التكافل مع غير المقيمين والمقيمين بالعملة الدولية سواء كمؤسسة تابعة أو كفرع، سيتمتع الكيان بإعفاء من ضريبة الدخل مشابه لإعفاء البنك الإسلامي الدولي.
- يتم السماح لشركات إدارة الصناديق الإسلامية باستثمار كل الصناديق التي تعمل وفقا للشريعة في الخارج، سيتمتع الكيان بإعفاء من الضرائب على كل رسوم إدارة الصناديق الإسلامية للمستثمرين الأجانب والماليزيين حتى السنة الضريبية 2016 طبقا لقانون ضريبة الدخل لعام 1967م.
- توفير تمويل مبدئي من صناديق إدخار الموظّفين لإقامة شركات أجنبية لإدارة الصناديق الإسلامية.
- يتم السّماح بملكية الأجانب للأسهم بنسبة تصل إلى 100% في البنوك الإسلامية الدولية والقائمين الدوليين على التكافل وشركات إدارة الصناديق الإسلامية.

المطلب الثاني: دور الصكوك في تلبية رغبات المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

الفرع الأول: الصكوك المصدرة لصالح الحكومة والشركات الخاصة

تختلف إحتياجات المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ، مما يؤدي إلى اختلاف الأدوات المستعملة في تلبية هذه الإحتياجات.

أولا: الصكوك الإسلامية الحكومية

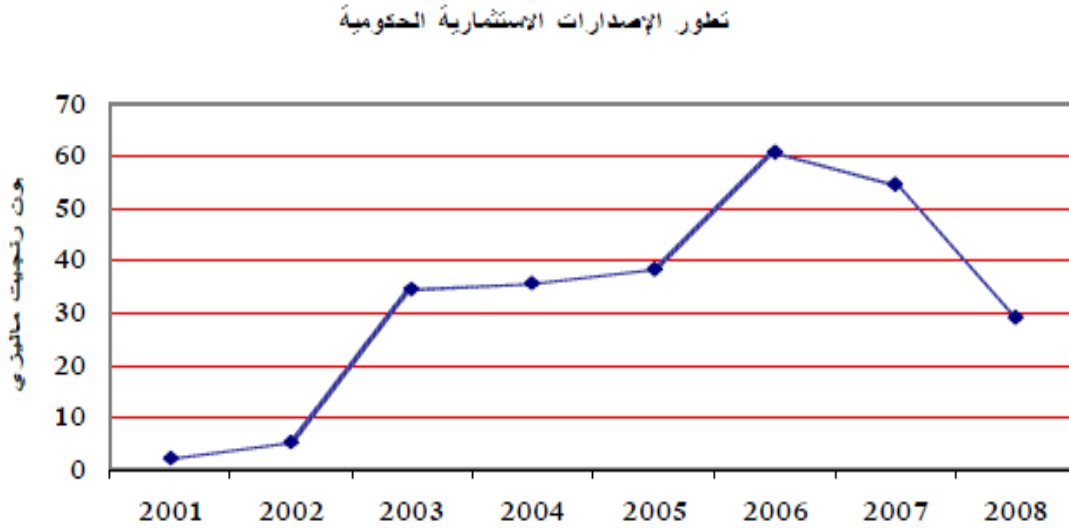
هي تلك الصكوك التي أصدرتها الحكومة الماليزية وتعد بمثابة شهادات استثمارية حكومية، وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية (GII) وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة مساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا. بغرض توفير الأموال اللازمة للحكومة الماليزية لتمويل المشاريع التنموية . وحاليا يتم صرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقا لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية وأدى هذا إلى إضفاء المزيد من العمق على سوق المال الإسلامي¹، وقد أتاحت هذه الشهادات لكافة المؤسسات الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي، بالإضافة للأفراد².

¹ - حكيم براضية، مرجع سابق، ص158.

² - أسامة محمد أحمد، الفولي، "تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي"، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصرية، مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث، الجزائر، العدد الثاني، 1421هـ/2000م، ص: 59-92.

وقد شاركت الحكومة الماليزية بإصدار جملة من الصكوك الإسلامية القائمة على عقد الإجارة المقبول على الصعيد العالمي، وقد تضاعفت نسبة إصدارات الحكومة الماليزية من هذه الصكوك.¹ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم(32): تطور الإصدارات الاستثمارية الحكومية للفترة(2001-2008)



المصدر: حكيم، براضية، مرجع سابق، ص 158.

نلاحظ من خلال هذا الشكل إرتفاع الإصدارات الحكومية من هذه الصكوك وظهر ذلك جليا في الفترة ما بين 2002 و 2003 حيث ارتفعت قيمتها من 5.5 بليون رينجيت ماليزي في عام 2002 إلى ما قيمته 34.5 بليون رينجيت ماليزي عام 2003م، أما في الفترة من 2004 إلى 2005 فنلاحظ إرتفاع ولكن بمعدل نمو بطيء ثم تعاود الارتفاع من الفترة 2005 إلى 2006 بمعدل نمو سريع ثم نلاحظ أنها عادت للانخفاض ابتداء من سنة 2006م.

وقد يعود ذلك إلى إصدار صكوك جديدة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على غرار صكوك المضاربة والمشاركة واللذين تم إصدارهما سنة 2005م.

وتعتبر الإصدارات الاستثمارية الحكومية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزانة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي إستخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية... الخ.²

¹ - أكرم لال، الدين وسعيد، بوهراوة، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية -دراسة تحليلية نقدية-"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم 1432هـ يوافقته 25-29 ديسمبر 2010م، ص 15.

² - حكيم، براضية، مرجع سابق، ص 159.

ثانيا: الصكوك الإسلامية للشركات

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 وحاليا تصدر هذه الصكوك وفقا لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمراجحة، والاستصناع، والإجارة، والمضاربة والمشاركة.¹

ونظرا لموافقته مع الشريعة الإسلامية أصبحت تصدرها الشركات المختلفة بدلا عن السندات التقليدية ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (12): تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

السنوات	أنواع الصكوك الإسلامية %						
	صكوك البيع الآجل	صكوك المراجحة	صكوك الاستصناع	صكوك الإجارة	صكوك المشاركة	صكوك المضاربة	صكوك الوكالة
2013	-	32	-	4	30	-	24
2012	-	55	-	9	19	2	8
2011	-	9	-	13	64	5	9
2010	0.2	8.2	-	34	42.1	0.6	-
2009	-	0.4	-	-	99.6	-	-
2008	3.1	1.3	0.2	14.5	51.4	1.2	-
2007	2	19	9	11	58	1	-
2006	6.2	9.4	2.1	4.8	70.0	7.5	-
2005	36.3	33.5	14.5	2.9	12.6	0.2	-
2004	56.88	38.27	2.8	2.05	-	-	-
2003	40.8	12.7	46.5	-	-	-	-
2002	67	33	-	-	-	-	-
2001	77	23	-	-	-	-	-

¹ - خليل نبيل طه، سمور، مرجع سابق، ص 111.

99.13	71.09	78.90	40.33	33.96	43.2	121.30	42.02	43.32	15.16	12.0	17.6	18.99	مجموع الصكوك RM مليار
148.1	103.30	112.33	63.58	57.49	140	158.8	75.83	75.83	62.66	47.3	56.00	45.68	مجموع السندات RM الكليّة (مليار)
66.93	68.82	70.23	63.43	59.07	30.86	76.4	55.41	69.13	31.68	25.36	31.42	41.57	نسبة الصكوك من السندات %

المصدر: بن الضيف محمد، عدنان، مرجع سابق، ص: 208.

واعتماد على:

- Securities commission Malaysia, Annual reports: (2007, p:6-49), (2008, p6-54), (2009, p:6-51), (2010, p:6-54), (2011, p:6-53), (2012, p:6-62), (2013, p:134).

نلاحظ من خلال الجدول ما يلي:

- تذبذب في نسبة إصدار الصكوك خلال الفترة من 2001 إلى 2004 حيث بلغت أعلى نسبة لها في سنة 2001 بنسبة 41.57%.
 - إرتفاع في نسبة إصدار الصكوك خلال الفترة من 2005 إلى 2007 حيث بلغت نسبة إصدار الصكوك في 2007 ما نسبته 76.4%، وهي تقريبا ضعف نسبة الإصدار في سنة 2001م.
 - في سنة 2008 انخفضت نسبة إصدار الصكوك إلى ما نسبته 30.86%.
 - عاودت نسبة إصدار الصكوك الارتفاع وذلك في الفترة 2009 إلى 2013 ولكن كان الارتفاع متذبذبا حيث بلغت في سنة 2013 نسبة 66.93%.
- ويمكن تفسير هذه المظاهر عموما بما يلي:

- (1) تذبذب نسبة الصكوك في الفترة 2001 إلى 2004 راجع إلى كون سوق ماليزيا كانت مركزة على تنمية المؤسسات المحلية كخطة أولى من خطوات تطوير سوق رأس المال الماليزي.
- (2) إرتفاع في نسبة الصكوك في الفترة 2005 إلى 2007 راجع إلى كون ماليزيا خلال هذه الفترة ركزت على تطوير القطاعات الأساسية مما جعلها أكثر إنفتاحا¹، وبالتالي دخول مؤسسات استثمارية جديدة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
- (3) إنخفاض نسبة الصكوك في سنة 2008، وهي المرحلة التي شهدت حدوث الأزمة المالية العالمية مما أثر على مختلف الأسواق ومنها سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

¹ - سعيده، حرفوش، مرجع سابق، ص193.

4) التذبذب والارتفاع في الفترة 2009 إلى 2013 راجع إلى كون ماليزيا في هذه الفترة مازالت مركزة على جذب الاستثمارات الأجنبية من أجل جعل ماليزيا سوقا مالية إسلامية دولية، وهذا في إطار المرحلة الثالثة من خطة تطوير سوق رأس المال الماليزي وهذه المرحلة ممتدة من 2007 إلى سنة 2010¹ هذا من جهة. ومن جهة أخرى قد يعود ذلك إلى زيادة اعتماد مختلف صغار المستثمرين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية والتي بلغ عددها في سنة 2013 إلى 178 صندوقا استثماريا إسلاميا.²

وبشكل عام يمكن القول أن اعتماد المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي على الصكوك قد إرتفع إذا ما قورن بالسنوات الأولى لبداية العمل بالصكوك الإسلامية في ماليزيا، لما تحققت هذه الصكوك من مزايا لمختلف المتعاملين وخاصة في مجال توفير السيولة. كما توجد صكوك أخرى يمكن استعمالها من قبل مختلف هؤلاء المتعاملين لإدارة مشاكل سيولتهم، نتناولها في الفرع الموالي.

الفرع الثاني: صكوك إسلامية أخرى لإدارة السيولة للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي

توجد أنواع أخرى من الصكوك الإسلامية لا تكاد تخرج عن صيغة من الصيغ السابقة للصكوك التي تم تناولها آنفا، وتستخدم هذه الصكوك بصفة أساسية لإدارة مشاكل السيولة المختلفة ومنها:

أولا: صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي (SBNMI)

بالنسبة لإدارة السيولة، فقد قدم البنك المركزي الماليزي أداة مالية إسلامية جديدة تعرف باسم "صكوك إجارة البنك المركزي الماليزي"، تم إصدار هذه الصكوك في فيفري 2006 بواسطة شركة لغرض خاص BNM Sukuk Berhad ويبلغ حجم هذا الإصدار 400 مليون رينجيت ماليزي".

ولقد تم استخدام إيرادات هذه الصكوك لشراء أصول البنك المركزي الماليزي التي تم إيجارها من جديد للبنك مقابل رسوم استئجار ستوزع بين المستثمرين كعوائد على أساس نصف سنة.³

ثانيا: سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS)

طرحت فكرة سندات المديونية الخاصة الإسلامية (IPDS) في ماليزيا منذ عام 1990، وقد أصدرت هذه السندات، التي تعد أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، في هذا الوقت بناء على مبادئ البيع بالثمن الآجل، والمراجحة والمضاربة المتوافقة مع الشريعة⁴ وتصدر هذه السندات من الشركات الكبيرة لفترة تتراوح بين 3-15 سنة.⁵

¹ - المرجع السابق، ص 194.

² - Securities commission Malaysia, Annual Report, 2013, p: 136.

³ - حكيم براضية، مرجع سابق، ص 162.

⁴ - سوق المال الإسلامي بين المصارف، على الرابط: <http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>

تاريخ الإطلاع: 10-06-2013.

⁵ - حكيم، براضية، مرجع سابق، ص 162.

ثالثا: صكوك كاجاماس للمضاربة (BMC)

تقوم فكرة سندات "كاجاماس للمضاربة Cagamas mudarabah (CMB) والتي بدأ العمل بها في مارس 1994، على تحويل ديون الإسكان الإسلامية Islamic Housing debts إلى صكوك أوراق مالية Securitised، على أساس إسلامي. وفقا لهذه الفكرة تقوم "كاجاماس" أو المؤسسة الأهلية للائتمان العقاري "Cagamas national mortgage corporation، بشراء ديون الإسكان الإسلامية القائمة على أن تقوم في المقابل بعمليات إصدار سندات تعرف باسم سندات كاجاماس للمضاربة "CMB"، وذلك لتمويل عملية شراء الديون، ويتم هذا الشراء وفقا لمبدأ "بيع الدين"، بينما تصدر السندات وفقا لمبدأ "المضاربة" أو "إقتسام الأرباح"، حيث تقسم "كاجاماس" مع حاملي السندات الأرباح المحققة وفقا لنسبة محددة. وتتولد هذه الأرباح من عمليات الشراء التي تقوم بها "كاجاماس" لديون الإسكان الإسلامية وإعادة استثمارها لأموالها. وستمكن هذه السندات المؤسسات المصرفية الإسلامية التي تقدم تسهيلات خاصة بالتمويل الإسلامي للإسكان، من الحصول على تسهيل بإعادة تمويل مستمر من "كاجاماس"، الأمر الذي يمكن هذه المؤسسات من تقديم خدمات التمويل الإسلامي للإسكان لقطاع كبير من الأفراد وبتكلفة معقولة.

هذا، ويدخل البنك المركزي هذه السندات ضمن الأصول السائلة للمؤسسات المالية.¹

رابعا: شهادات القرض الحسن

وهي شهادات قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة الماليزية، لتتمكن من الاقتراض بدون ربا من المصارف والمؤسسات والأفراد.

وتقوم الحكومة برد أصل القرض - الذي اقترضته عن طريق الشهادات - لأصحابه دون زيادة، وبهذا تتمكن الحكومة من تمويل مشاريعها الاستثمارية دون اللجوء للربا بآثاره الاقتصادية السيئة من تضخم وغيره.²

خامسا: صكوك أخرى، ونذكر منها ما يلي:

1- صك الدين الإسلامي القابل للتداول (NIDC): يتضمن هذا النوع من المعاملات بيع أصول المؤسسات المصرفية للعميل نقدا بسعر متفق عليه حيث يتم فيما بعد شراء الأصول من العميل بالقيمة الأصلية مضافا إليها المكسب، على أن تتم التسوية في ميعاد متفق عليه مسبقا.³

2- الكمبيالات الإسلامية المقبولة (IAB): صدرت سندات الكمبيالات الإسلامية التي تعرف باسم الكمبيالات المقبولة بدون فائدة عام 1991، بهدف تشجيع وتعزيز التجارة المحلية والخارجية عن طريق تزويد التجار الماليزيين بخدمة تمويل إسلامية مغرية. وقد جرت صياغة هذه السندات استنادا إلى مبادئ إسلاميين ألا وهما المراجعة (قيمة مبلغ البيع الإجمالي المؤجل أو سعر التكلفة مضافا إليه ربح معين) وبيع الدين. وبالنسبة لمبدأ

¹ - أسامة محمد أحمد، الفولي، مرجع سابق، ص ص: 59-92.

² - عمر مصطفى جبر، إسماعيل، مرجع سابق، ص 121.

³ - سوق المال الإسلامي بين المصارف، مرجع سابق.

المراجعة فيقصد بها بيع البضائع بسعر يشتمل على سعر التكلفة مضافا إليه هامش ربح يتفق عليه الطرفان، بينما يشير بيع الدين إلى بيع الدين الناتج عن المعاملة التجارية التي تأخذ شكل البيع مع السداد المؤجل.¹

3-صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول (BNNN): تعد صكوك بنك نيجارا ماليزيا القابلة للتداول مستندات قصيرة الأجل يصدرها البنك بناء على مبدأ بيع الانتفاع. وقد صدرت لأول مرة في 29 نوفمبر عام 2000 ويتم تداولها في السوق الثانوي، ويتحدد سعر هذه الصكوك استنادا إلى مبدأ الخصم وتصل مدة الانتفاع التي يحددها البنك إلى عام واحد، كما تعد هذه الصكوك إحدى الوسائل التي يستخدمها البنك لإدارة السيولة.²

¹ - المرجع السابق.

² - المرجع السابق.

المبحث الخامس: أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي واستقراره.

إن الصكوك الإسلامية تعد - كما رأينا - المحرك الأساسي لعجلة الإقتصاد في ماليزيا لما لها من جاذبية لمختلف المتعاملين، إضافة إلى دورها في تشجيع الاستثمار وتزويد مختلف المتعاملين بالسيولة اللازمة، إلا أنها تلعب هذا الدور داخل إطار سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، مما ينعكس على أدائه وتنشيطه، وبالتالي يحقق له الكفاءة المرجوة، إضافة إلى حمايته من الأزمات أو مساعدته على الخروج منها، وهذا ما يتناوله في هذا المبحث.

المطلب الأول: أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.

يمكن استنتاج أثر الصكوك الإسلامية على كفاءة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال

المؤشرات التالية:

مؤشرات حجم السوق. ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصك الإسلامي.

الفرع الأول: مؤشرات حجم السوق.

ويمكن قياس حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

عدد الشركات المدرجة، وكذا مؤشر نسبة رأس مال السوق.

أولاً: عدد الشركات المدرجة:

لقد إزداد عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال الماليزي خلال فترة الدراسة (2001 إلى 2013)، حيث كان عددها في سنة 2001 يساوي 640 شركة ماليزية متوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى وصل إلى 817 شركة ماليزية في عام 2012، بينما وصل في سنة 2013 إلى 650 شركة، وهي نسبة كبيرة إذا ما قورنت مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والتي بلغ عددها في سنة 2013 إلى 911 شركة، بينما كنسبة فنلاحظ أن نسبة تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية قد عرفت تطورا ملحوظا حيث بلغت 78% سنة 2001 بينما في سنة 2012 بلغت نسبة 89%، لتتخفف من جديد سنة 2013 إلى نسبة 71%.

والجدول التالي يبين تطور عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمدرجة في البورصة الماليزية

مقارنة مع العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة نفسها للفترة (2001 إلى 2013).

الجدول رقم (13): نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2001-2013).

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
650	817	839	846	846	855	853	886	857	787	722	684	640	عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا والمتوافقة مع الشريعة
911	923	946	961	959	980	991	1029	1011	949	891	855	820	العدد الإجمالي للشركات المدرجة
71	89	89	88	88	87	86	86.1	84.8	83	81	80	78	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة إلى العدد الكلي للشركات

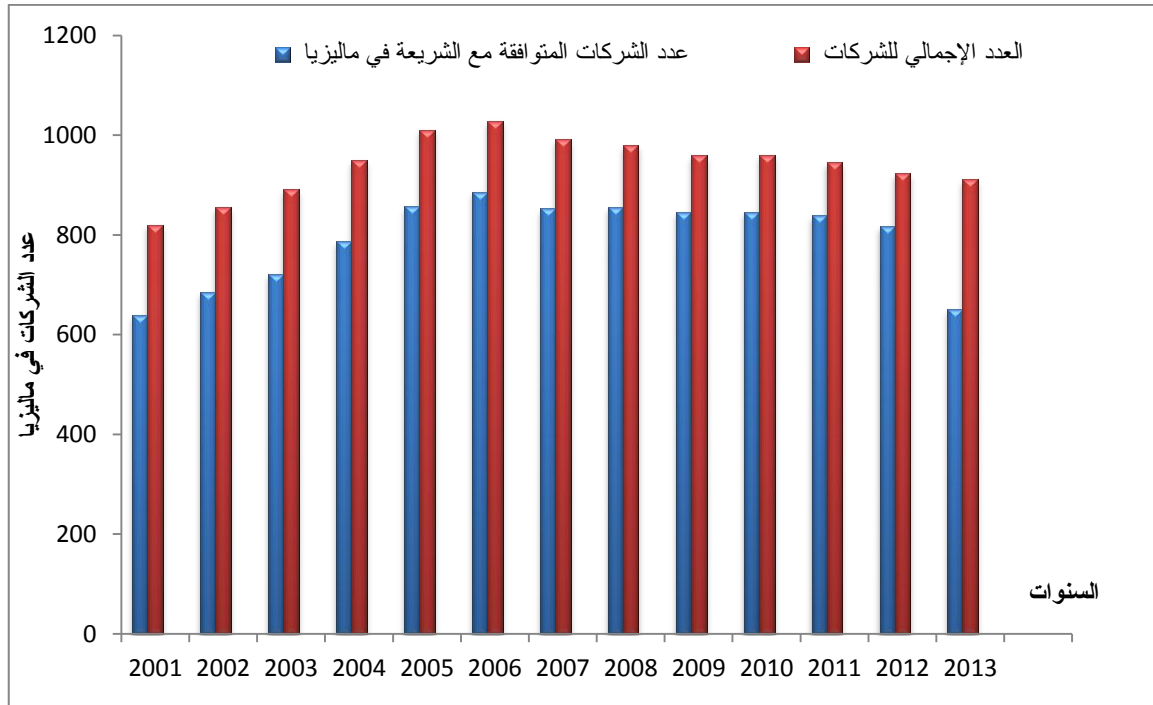
المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على:

• سعيدة، حرفوش، مرجع سابق، ص 173.

- Securities commission Malaysia, Annual reports, (2004, P:2-16), (2005, P:2-19), (2006, P:6-47), (2007, P:6-51), (2008, P:6-56), (2009, P:6-52), (2010, P:6-56), (2011, P:6-55), (2012, P:6-63), (2013, P:135).

ويمكن توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة ماليزيا من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (33): تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2001-2013).



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الجدول أعلاه.

ثانيا: مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):

يركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنوع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على إرتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو إرتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس إرتفاع النشاط الاقتصادي¹.

وفي التجربة الماليزية يمكن تتبع تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (14): تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة (2001-2013).

الوحدة: بليون رينجيت ماليزي

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة سوق الأوراق المالية ككل (بليون رينجيت ماليزي)	465	481.6	640.3	722.04	695.3	848.7	1106	664	999	1275	1285	1466	1702
رسملة سوق رأس المال الإسلامي (بليون رينجيت ماليزي)	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: إعداد الطالب اعتمادا على:

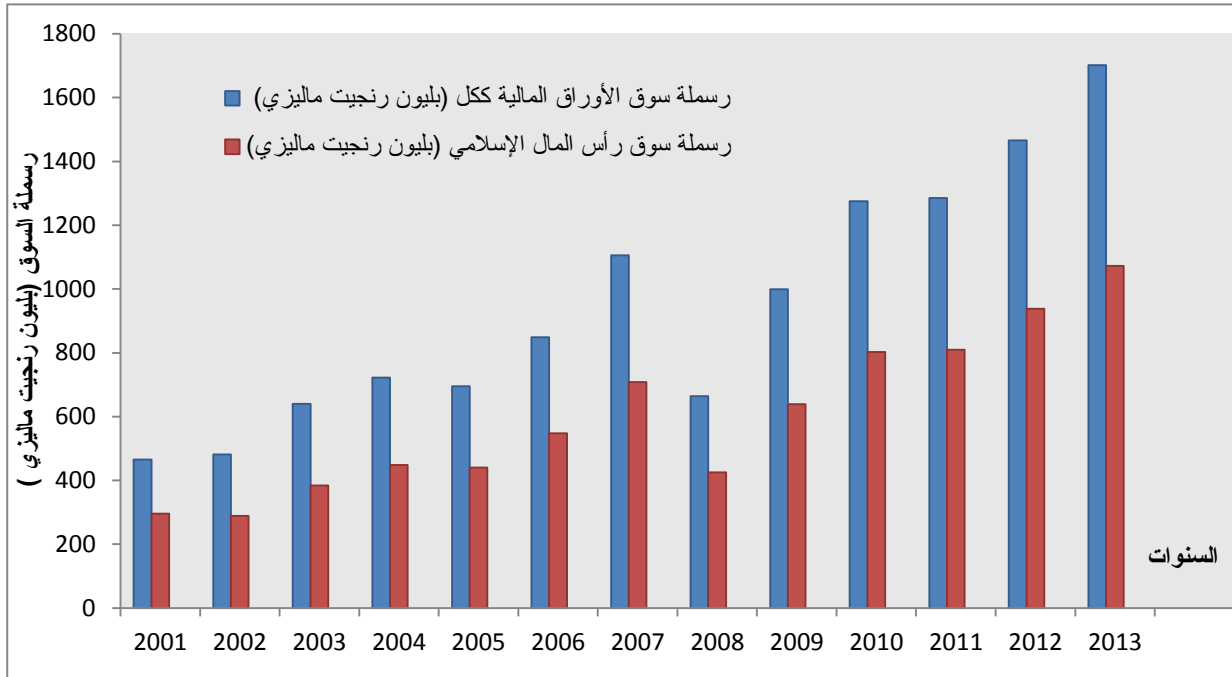
- بن الضيف، محمد عدنان، مرجع سابق، ص 181.

- Bursa Malaysia, Annual reports, (2004, P:6), (2005, P:52), (2007, P:6), (2009, P:8), (2012, P:13), (2013, P:12).

ويمكن ترجمة بيانات الجدول من خلال الشكل التالي:

¹ عباس كاظم، الدعوي، مرجع سابق، ص 317.

الشكل رقم (34): تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة (2001-2013).



المصدر: إعداد الطالب إعتقادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق ككل يفوق النصف طوال فترة الدراسة، مما يعني أن الأموال المدارة في السوق هي أموال للشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حسب المعايير التي وضعتها اللجنة الاستشارية الشرعية الماليزية. ويفسر ذلك بتطور عدد الشركات الإسلامية المدرجة في البورصة مقارنة بالشركات الربوية، حيث بلغ عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية سنة 2013م، العدد 650 شركة مقارنة مع العدد الكلي للشركات المدرجة في السوق والذي بلغ عددها 911 شركة، أي ما نسبته 71%¹.

ونستنتج من ذلك ما يلي:

* إرتفاع مستوى سوق رأس المال الإسلامي (كبر السوق)، بسبب زيادة عدد الصكوك الإسلامية وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة.

* إن كبر السوق يعني إرتفاع النشاط الاقتصادي في ماليزيا.

الفرع الثاني: مؤشر حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة):

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للصكوك المكتتب بها في السوق بالإضافة إلى أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، ومن ثم السيولة في الإقتصاد ككل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق².

¹ -Securities commission of Malaysia, Annual reports, (2013, P:135).

² - عباس كاظم، الدعوي، مرجع سابق، ص319.

وفي التجربة الماليزية يمكن ملاحظة تطور مؤشر حجم التداول من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (15): تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013).

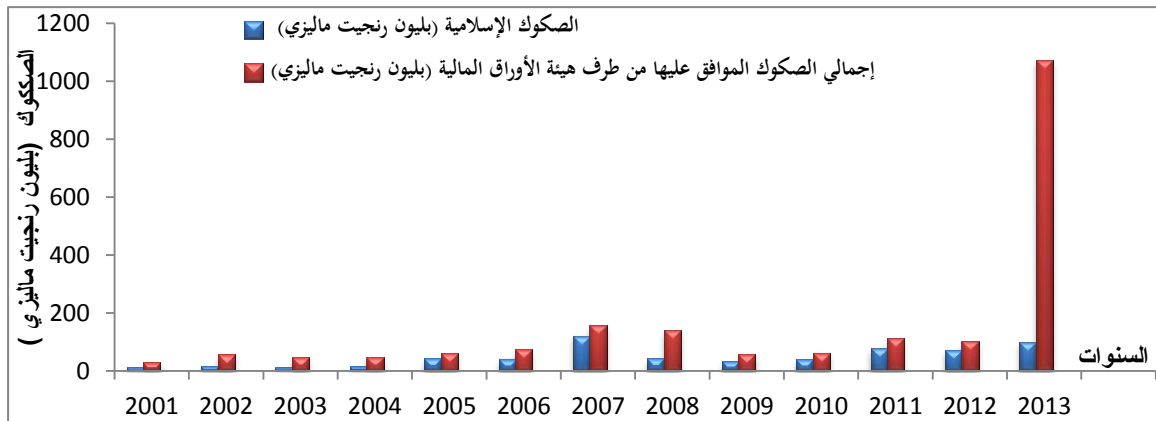
الوحدة: بليون رنجيت ماليزي

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001		
49	41	44	21	11	47	59	64	77	49	31	34	-	العدد	الصكوك الإسلامية
99.13	71.1	78.9	40.33	33.96	43.2	121.3	42.02	43.32	15.16	12	17.6	13.5	القيمة	
66.93	68.80	70	63.40	59.10	30.90	76.40	55.40	72.40	31.69	25	31.00	43.80	النسبة %	
88	81	85	52	34	99	120	116	126	124	118	171	-	العدد	إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية
148.1	103.3	112.33	63.58	57.49	140	158.8	75.83	60.66	47.84	47.3	56.01	30.31	القيمة	

المصدر: محمد، غزال، مرجع سابق، ص 260.

- Securities commission Malaysia, Annual reports, (2001, P:1-45), (2002, P:2-26), (2004, P:2-43), (2005, P:2-21), (2006, P:6-45), (2007, P:6-49), (2008, P:6-55), (2009, P:6-51), (2010, P:6-54), (2011, P:6-53), (2012, P:6-53), (2013, P:125).

الشكل رقم (35): تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013).



المصدر: إعداد الطالب اعتماداً على الجدول أعلاه.

باستقراء بيانات الجدول نلاحظ أن حجم التداول (قيمة الصكوك المتداولة) قد ارتفع هو الآخر بأضعاف خلال فترة الدراسة ليصل سنة 2013 إلى ما قيمته 99.13 بليون رنجيت ماليزي بعد أن كان يبلغ

سنة 2001 ما قيمته 13.5 بليون رينجيت ماليزي، مما يعكس التطور في حجم التداول، والذي يرجع إلى إرتفاع القيمة السوقية وقيمة الصكوك المتداولة خلال فترة الدراسة، إضافة إلى ما قامت به الحكومة الماليزية من جهودات في سبيل تشجيع الإقبال على الصكوك في إطار التخطيط لجعل ماليزيا كمرکز دولي للتمويل الإسلامي¹.

ويعكس مؤشر حجم التداول ما يلي:

* سيولة السوق المالية الماليزية: حيث يتم تحويل الصكوك الإسلامية بسهولة وبأقل تكلفة وأقل وقت كون السيولة من متطلبات كفاءة سوق رأس المال.

* ينتج عن سيولة السوق المالية الماليزية، توفر السيولة في الاقتصاد ككل.

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 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 المالية².

وبالنسبة للتجربة الماليزية فقد عرف مؤشّر معدل دوران الصكوك الإسلامي تطورا ملحوظا خلال فترة الدراسة (2001-2013) ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (16): تطور مؤشّر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)

الوحدة: بليون رينجيت 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	43.32	42.02	121.3	43.2	33.96	40.33	78.9	71.1	99.13
القيمة السوقية	296	289	384	448	440	548	708	425	639	803	810	938	1072
قيمة الصكوك والأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية %	4.56	6.09	3.13	3.38	9.85	7.67	17.13	10.16	5.31	5.02	9.74	7.58	9.24

المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الجدولين السابقين.

¹ أنظر: نظام البنوك في ماليزيا، مرجع سابق.

² عباس كاظم، الدعوي، مرجع سابق، ص321.

نلاحظ من خلال الجدول أن مؤشر معدل دوران الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013) شهد إرتفاعا في الفترة (2001-2007)، حيث بلغ المؤشر سنة 2007 ما نسبته 17.13% وهو تطور ملحوظ إذا ما قورن بالسنة 2001 حيث بلغت نسبته 4.56% فقط وهي نسبة ضعيفة.

أما خلال الفترة (2008 إلى غاية 2013) فنلاحظ تذبذبا شديدا وبالتالي يصعب تحديد الاتجاه العام في مؤشر معدل دوران الصكوك، وبالرغم من ذلك يمكن القول بأنه كان في إتجاه تصاعدي خلال الفترة المدروسة ككل، فقد سجل أعلى معدل دوران خلال سنتي 2007 و2008 بمعدل 17.13% ومعدل 10.16% على التوالي وأدنى معدل دوران كان في سنة 2004 بمعدل 3.13%، ويمكن توضيح التطور الحاصل في مؤشر دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (36): تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013).



المصدر: إعداد الطالب اعتمادا على الجدول أعلاه.

وبالتالي فعند مقارنة معدل دوران الصك الإسلامي بين الفترتين 2001 و2013 نلاحظ أنه إرتفع عموما وقد كان أهم إرتفاع له سنة 2007 وهذا يعكس النتائج التالية:

* توفر السيولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي (إرتفاع درجة السيولة).

* مستوى مرض لتكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، وبالتالي إمكانية جذب متعاملين

على كل المستويات.

المطلب الثاني: أثر الصكوك الإسلامية في ماليزيا على استقرار سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.

أدت الأزمة المالية العالمية إلى حدوث إنهيارات كبرى في الأسواق المالية الكبرى كالولايات المتحدة وبريطانيا ثم إنتقلت إلى باقي العالم، ولم تكن الاقتصاديات الإسلامية بمنأى عن هذه التأثيرات نظرا لترابط العالم وسيطرة الدولار على التعاملات، وهذا أدى بدوره إلى التأثير على سوق الصكوك الإسلامية في العالم.

الفرع الأول: أثر الأزمة المالية العالمية على سوق الصكوك وماليزيا.

أولا: الأثر على حجم الإصدار

في ظل الأزمة المالية العالمية ومع تفاقم حالة الركود العالمي على كافة دول العالم، إنخفض الطلب على الأصول المساندة للصكوك، مما إنعكس على العوائد المتوقعة لهذه الصكوك.

أما بالنسبة لسوق الصكوك الإسلامية فقد واجه -كغيره من أسواق الدين- صعوبات كبيرة عام 2008، أبرزها تداعيات الأزمة المالية العالمية وارتفاع كلفة الاقتراض والخسائر الضخمة التي تكبدها المستثمرون جراء انهيار أسعار الأصول المالية والعقارية، إذ واجه إصدار الصكوك الإسلامية تحديات غير مسبقة عام 2008. فمن نمو كبير بلغ 71% عام 2007 (33.5 مليار دولار تقريبا) تراجع عام 2008 بأكثر من 50% ليلعب 15.1 مليار دولار فقط¹.

أما بالنسبة لماليزيا فهي الأخرى تراجع حجم إصداراتها بسبب تأثرها بالأزمة المالية حيث بلغ حجم الصكوك الإسلامية بماليزيا عام 2007 إلى 13412.9 مليون دولار لينخفض عام 2008 إلى ما قيمته 5470.4 مليون دولار لكنه سرعان ما ارتفع حجم الإصدار إلى 13700 مليون دولار. كما في الجدول التالي: الجدول رقم (17): حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول للفترة (2007-2009).

الدولة	2007 (مليون دولار)	2008 (مليون دولار)	2009 (مليون دولار)
ماليزيا	13412.9	5470.4	13700
الإمارات	10807.5	5300.2	3100
السعودية	5716.3	1873.2	3000
البحرين	1065	700.4	1700
إندونيسيا	92.8	663.3	1800
باكستان	524.3	476.2	400
قطر	300	300.9	لم تصدر صكوك
الكويت	835	190	لم تصدر صكوك
بروناي	279.3	95.1	400
المجموع (مليار دولار)	33.0331	15.0697	24.1

¹ - حكيم، براضية، مرجع سابق، ص146.

المصدر: هناء محمد هلال، الحنيطي، "دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان-الأردن 1-2 كانون الأول/ديسمبر 2010، ص16.

فبالنسبة لحجم إصدار الصكوك الإسلامية، يبين الجدول أعلاه بأن إصدار الصكوك الإسلامية قد كان مزدهرا في عام 2007 ثم تراجع في عام 2008م حيث بلغ (33.0331 مليار دولار) و (15.0697 مليار دولار) على التوالي، ويرجع انخفاضه في سنة 2008 إلى تأثير الأزمة المالية العالمية على هذه الدول، كما نلاحظ أيضا عودة سوق الصكوك إلى النمو بقوة حيث بلغ سنة 2009م ما قيمته (24.1 مليار دولار) بالرغم من استمرار الأزمة.

ويرجع هذا الارتفاع في سنة 2009 إلى زيادة الطلب من قبل الحكومات على الصكوك، بهدف المساهمة في معالجة العجز في موازنتها بسبب ارتفاع تأثيرها بالأزمة المالية، ورغبتها في دعم مشاريع التنمية المختلفة¹. وتميزت هذه المرحلة (مرحلة الأزمة) بالمزايا التالية:

* عودة سيطرة ماليزيا على سوق الصكوك، تليها الإمارات والسعودية².

* أفسحت الأزمة المالية العالمية المجال أمام الحكومات لتصبح أكثر نشاطا من الشركات في مجال الإصدار وذلك بسبب تغطية العجز في موازنتها العامة.

* بدأت تظهر الحاجة إلى إصدار صكوك طويلة المدى بسبب الرغبة في إنشاء مشاريع عملاقة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

* ظهرت دول أخرى جديدة للدخول في هذا المجال، وهي فرنسا، وبريطانيا، وأندونيسيا وكوريا الجنوبية والفلبين والأردن وتركيا³.

* كان الرينجيت الماليزي هو عملة الإصدارات السائدة في هذه الفترة بسبب العدد الكبير من إصدارات الصكوك الصادرة عن ماليزيا⁴.

ثانيا: أثر الأزمة المالية على الصكوك من حيث النوع.

لقد إنتشر قبول هيكل الإجارة مما أدى إلى هيمنته في هذه الفترة⁵، حيث وفي 2008 تراجع إصدار الصكوك بأكثر من 50% مقارنة مع 2007، عكس ما تحقق في السنة الجديدة، بسبب عدم ملائمة هيكل الصكوك. فإصدار صكوك المراجعة تراجع بحوالي 60%، بينما الإجارة شهدت إنخفاضا طفيفا بـ 8%، بسبب

¹ - زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص261.

² - أنظر الجدول السابق.

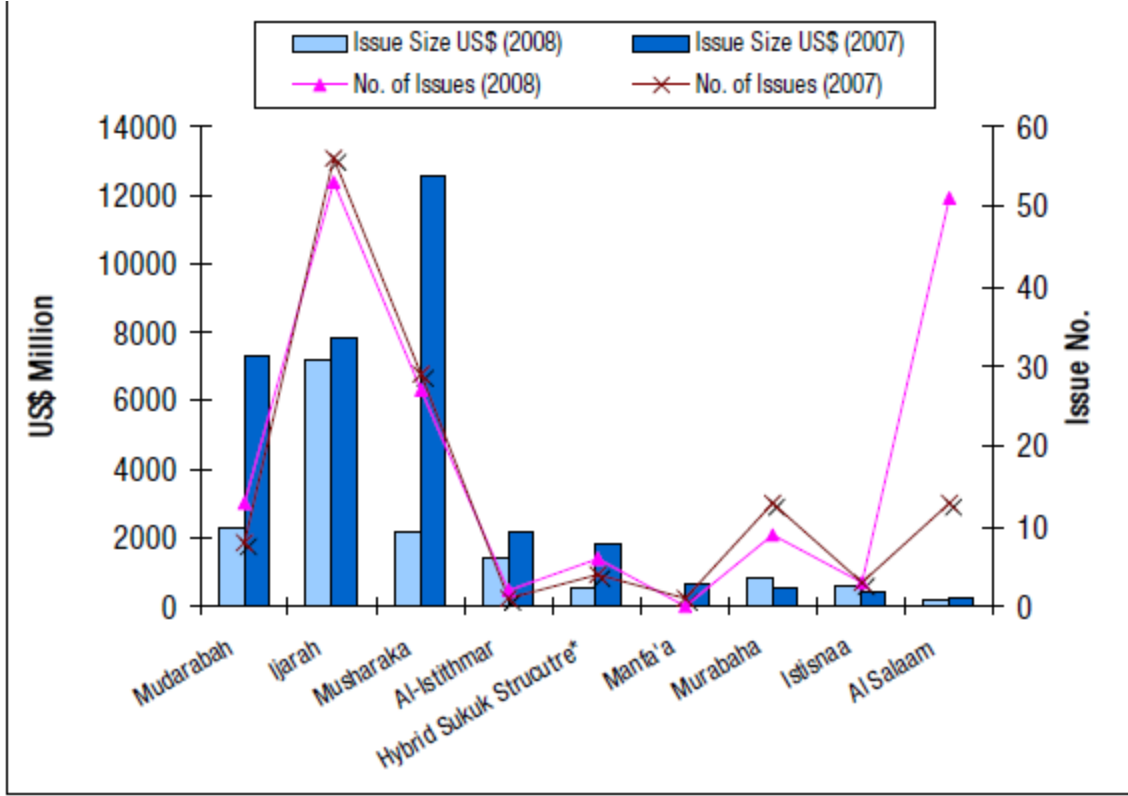
³ - زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص262.

⁴ - إدارة الخزانة في البنك الإسلامي للتنمية، "إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار"، تقدم: عمار عودة، ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقدم) المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 مايو 2010، ص6.

⁵ - المرجع السابق، ص6.

إرتفاع الرسوم المفروضة لصالح البيئة، ورغم ذلك فصكوك المشاركة والمضاربة عرفتا إنخفاضاً بـ 83% و 68% على التوالي. هذا التناقص الكبير الذي شهدته مختلف إصدارات الأسواق والذي إنحصر في دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا¹. والشكل التالي يبين هيكل وعدد إصدار الصكوك دولياً.

الشكل رقم (37): هيكل وعدد إصدار الصكوك على المستوى الدولي للفترة 2007-2008



source: Moody's investors service, opcit, p 03

أما في ماليزيا فقد سيطرت صكوك المشاركة وصكوك المضاربة على الإصدار وذلك بـ 58% و 19% لكل منهما وهذا في سنة 2007م²، بينما في سنة 2008م، فسيطرت صكوك المشاركة بـ 51.4% وصكوك الإجارة بـ 14.5%³، على عكس سنة 2009م والتي إقتصر فيها إصدار الصكوك في ماليزيا على صكوك المشاركة والمراجحة وذلك بـ 99.6% و 0.4% على التوالي⁴.

وتعود سيطرة صكوك المشاركة وصكوك الإجارة على نوع الإصدار في سنة 2008 إلى رغبة الحكومة الماليزية في تمويل العجز في ميزانيتها وكذا تمويل مختلف مشاريعها التنموية.

وعموماً فقد تراجع حجم إصدارات الصكوك خلال الأزمة المالية وذلك يرجع إلى الأسباب التالية⁵:

¹ - Moody's investors service, "Global sukuk issuance: 2008 Slowdown Mainly due to credit crisis, But some Impact from Shari'ah Compliance Issues", Special Report, 21 January 2009, P:3.

² - Securities commission Malaysia, Annual reports 2007, P:6-49.

³ - Securities commission Malaysia, Annual reports 2008, P:6-55.

⁴ - Securities commission Malaysia, Annual reports 2009, P:6-51.

⁵ حكيم، براضية، مرجع سابق، ص 149.

- 1- تراجع أسعار النفط وعوائده: إذ يعتبر النفط مصدرا أساسيا لأموال القطاع العام في الدول الخليجية كما يعتبر الممول الرئيسي لمشاريع عديدة ينفذها القطاع الخاص في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ومع الهبوط الحاد في الأسعار العالمية بشكل لم يتوقعه أحد، أصبح أحد أهم مصادر الدخل بالنسبة للصناعة المالية الإسلامية مهددا، فالنفط بمثابة القائد الرئيسي لطفرة هذه الصناعة.
 - 2- شح السيولة نتيجة الأزمة المالية العالمية.
 - 3- تراجع آفاق النمو الاقتصادي.
 - 4- تزايد الشكوك بشأن شرعية الصكوك المصدرة.
- الفرع الثاني: أثر الأزمة على أداء سوق رأس المال الإسلامي الماليزي.
أولا: عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (2007-2009).

عند ملاحظة مدى زيادة أو نقص عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي، نلاحظ أن العدد الكلي للشركات المدرجة في تراجع مستمر، بما في ذلك الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلا أن تراجع هذه الأخيرة ليس تراجعاً كبيراً حيث إزداد عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية من 853 شركة سنة 2007م إلى 855 شركة سنة 2008م، لينخفض سنة 2009م إلى 846 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهذا على عكس العدد الكلي للشركات المدرجة في السوق والتي إنخفض عددها من 991 إلى 980 ثم 959 في السنوات 2007 و 2008 و 2009 على التوالي، ولهذا إزدادت نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى العدد الكلي للشركات المدرجة حيث إزدادت من 86% إلى 87% و 88% خلال السنوات 2007 و 2008 و 2009 على التوالي. مما يدل على استقرار عدد الشركات المدرجة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة مع الشركات الأخرى. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (18): عدد الشركات المدرجة في السوق الماليزية للفترة (2007-2009).

السنوات	2007	2008	2009
عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	853	855	846
العدد الكلي للشركات المدرجة في السوق	991	980	959
نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى العدد الكلي %	86	87	88

Source: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2007, P:6-51), (2008, P:6-56), (2009, P:6-52).

ثانيا: رسملة السوق خلال الفترة (2007-2009):

عند استقراء بيانات وأرقام تقارير البورصة الماليزية، نلاحظ أن رسملة سوق الأوراق المالية ككل قد شهدت تراجعاً خلال فترة الأزمة حيث بلغت 1106 بليون رينجيت ماليزي في سنة 2007م ثم انخفضت إلى 664 بليون رينجيت ماليزي سنة 2008م لتعود للارتفاع من جديد حيث بلغت سنة 2009م ما قيمته 999 بليون رينجيت ماليزي، ونتيجة لذلك فقد انخفضت رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية من 708 بليون رينجيت ماليزي سنة 2007م ثم 425 بليون رينجيت ماليزي سنة 2008م، لترتفع من جديد إلى ما قيمته 639 بليون رينجيت ماليزي سنة 2009، في حين أن نسبة رسملة سوق رأس المال الإسلامي إلى رسملة السوق ككل بقيت ثابتة عند حدود 64% خلال الفترة (2007-2009). ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (19): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية في ماليزيا للفترة (2007-2009).

السنوات	2007	2008	2009
رسملة سوق الأوراق المالية ككل (بليون رينجيت ماليزي)	1106	664	999
رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية (بليون رينجيت ماليزي)	708	425	639
نسبة رسملة السوق الإسلامية إلى رسملة السوق الكلي %	64	64	64

Source: Bursa Malaysia, Annual reports, (2007, P:6), (2008, P:9), (2009, P:8).

ثالثا: مقارنة إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا مع إصدارات السندات.

عند مقارنة إصدارات الصكوك الإسلامية في السوق الماليزية مع السندات التقليدية فإننا نلاحظ إنخفاض عدد إصدارات الصكوك الإسلامية من 59 إلى 47 ثم 11 إصداراً خلال السنوات 2007 ثم 2008 و2009 على التوالي، وهذا بقيمة 121.3 بليون رينجيت ماليزي ثم 43.2 بليون رينجيت ماليزي، و33.96 بليون رينجيت ماليزي في السنوات 2007 و2008 و2009 على التوالي.

أما فيما يتعلق بالسندات التقليدية فهي الأخرى شهدت تراجعاً في عدد الإصدارات من 61 إلى 52 إلى 23 خلال السنوات 2007 و2008 و2009 على التوالي، أما فيما يتعلق بقيمة هذه الإصدارات فقد ارتفعت سنة 2008 إلى ما قيمته 96.8 بليون رينجيت ماليزي مقارنة بسنة 2007 حين بلغت 37.5 بليون رينجيت ماليزي في حين 2009 فبلغت 23 بليون رينجيت ماليزي.

أما من خلال مقارنة نسبة إصدارات الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية مقارنة مع إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية فنلاحظ أن الصكوك الإسلامية سيطرت على الإصدارات حيث بلغت سنة 2007 ما نسبته 76.40% ثم 30.90% و59.10% خلال السنوات 2008 و2009 و2009 على التوالي. بينما السندات التقليدية فبلغت نسبتها 23.60% ثم 69.10% ثم 40.90% خلال السنوات 2007 و2008 و2009 على التوالي ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (20): مقارنة إصدارات الصكوك والسندات مع مجموع الأوراق المالية المصدرة في ماليزيا للفترة (2007-2009)

2009	2008	2007		
11	47	59	العدد	الصكوك
33.96	43.2	121.3	القيمة (BRM)	
59.10	30.90	76.40	النسبة %	
23	52	61	العدد	السندات التقليدية
23.54	96.8	37.5	القيمة (BRM)	
40.90	69.10	23.60	النسبة %	
34	99	120	العدد	إجمالي الصكوك الموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية
57.49	140	158.8	القيمة (BRM)	

Source: Securities commission Malaysia, Annual reports, (2007, P:6-49), (2008, P:6-55), (2009, P:6-51).

وفي الأخير يمكن القول بأنه رغم تأثيرات الأزمة المالية، لاتزال ماليزيا رائدة في الصيرفة الإسلامية واستطاعت مواجهة الأزمة المالية الحالية، فقد أكد رئيس وزراء ماليزيا السابق عبد الله بدوي على أنه بفضل تطوير النظام المالي الإسلامي قد تمكنت ماليزيا من التصدي للأزمة المالية العالمية 2008م، مع بعض الإجراءات الاقتصادية والمالية الأخرى وكما يأتي¹:

* النظام المالي الإسلامي أصبح في الوقت الحالي عنصرا قابلا للتطور وراسخا، يستكمل النظام المالي التقليدي.

* التقدم السريع الذي أحرزه النظام المالي الإسلامي في ماليزيا قد أفسح المجال أمام اندماجه في السوق العالمية.

* الجهود المبذولة في المستوى العالمي لجعل النظام المالي الإسلامي عنصرا مصداقيا، ستساعد كثيرا على تعزيز تطور النظام المالي في ماليزيا.

* إنشاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية والسوق المالية الإسلامية العالمية بكوالمبور، الذي يهدف إلى وضع المعايير التنظيمية الدولية القائمة على خصائص ومخاطر فريدة للمؤسسات المصرفية الإسلامية، سوف يساهم في الاحتفاظ بقوة النظام المالي الإسلامي واستقراره.

¹ - سناء عبد الكريم، الخناف، "الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية التجريبية الماليزية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 12، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2012، ص ص: 69-90.

المطلب الثالث: تقييم التجربة الماليزية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي:

بعد تناولنا لتجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وأدواته -خاصة الصكوك الإسلامية- نحاول فيما يأتي تقييم هذه التجربة من خصائصها، وكذا نقاط ضعفها وإيجابياتها.

الفرع الأول: الخصائص المميزة للتجربة الماليزية

أولاً: خصائص القطاع المصرفي الماليزي

إمتلكت ماليزيا قطاعا مصرفيا مميزا بمساهمة من الدولة وكانت له مميزات، نوجزها فيما يلي:

أ- الريادة في إقامة أول سوق نقدي إسلامي: يحسب لماليزيا فضل الريادة في الإقدام على إقامة أول سوق نقدي إسلامي¹.

ب- الدور الرئيسي للدولة في دعم العمل المصرفي الإسلامي: فالنظام المصرفي الإسلامي قام في ماليزيا بناء على مبادرة من الدولة، وهي التي كانت تملك -مع الحكومة المحلية- أسهم أول بنك إسلامي تم إنشاؤه في عام 1983م (بنك إسلام ماليزيا BIM)، قبل أن تطرح أسهمه في التداول في عام 1992م².

ج- الحرفية المصرفية في تنظيم العمل المصرفي الإسلامي: توضح التجربة الماليزية ضرورة التعامل مع قضية العمل المصرفي الإسلامي باعتبارها قضية شرعية ومصرفية في آن واحد، وليس باعتبارها قضية سياسية على غرار ما حدث في باكستان وإيران والسودان. فإلى جانب الناحية الشرعية نجد أن "الفكر المصرفي" كان هو الحاكم لكافة الخطوات التنظيمية لمسيرة العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا³.

د- إزدواجية النظام المالي: تعتبر التجربة الماليزية خاصة من حيث إزدواجية نظامها المالي، وهي يمكن أن تعطي مثالا يحتذى به لمعظم الدول الإسلامية التي تحوي نظاما ماليا مزدوجا، كما تعطي أحسن مثال على إمكانية تعايش المصرفية الإسلامية والمصرفية التقليدية ضمن نفس النظام المالي⁴.

هـ- خصائص أخرى: ونذكر منها:

1- من حيث الهياكل التنظيمية نجدها في ماليزيا تقريبا مكتملة مقارنة بالدول الإسلامية الأخرى وكل ذلك قد تحقق عبر الخبرات والمهارات التي إكتسبها الماليزيون في مجال الصناعة المالية والصيرفة الإسلامية وأسواق المال الإسلامية.

2- مساهمة جميع الأطراف في نجاح العمل المصرفي الإسلامي ويتضح ذلك من خلال:

- مساهمة فاعلة من طرف الدولة في إنجاح العمل المالي الإسلامي من خلال إصدار السندات الحكومية، وتوفير الدعم اللازم لها، ومن قبل ذلك السماح بالإزدواجية المصرفية.

¹ - محمد الأمين، ولد عالي، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، (دار ابن حزم، بيروت-لبنان، 2011)، ص154.

² - أسامة محمد أحمد، الفولي، مرجع سابق، ص: 59-92.

³ - المرجع السابق، ص: 59-92.

⁴ - عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص213.

- مساهمة فاعلة جدا للسلطات النقدية في نجاح العمل المالي الإسلامي بإتاحة الفرصة له واسعة، من خلال خضوعه لقوانين خاصة غير تلك التي تسيّر النظام التقليدي.
- مساهمة فاعلة من طرف المؤسسات المالية الإسلامية ذاتها، ففي المراحل الأولى لنشأة أول مصرف إسلامي ماليزي فقد أخذ على عاتقه إنجاح التجربة، وكان له ذلك.
- التنوع والضخامة...¹.

ثانيا: خصائص سوق رأس المال الإسلامي:

عملت ماليزيا على تطوير سوق رأس المال الإسلامي، حيث أصبح محل دراسة واهتمام من مختلف الاقتصاديين والدارسين على مستوى العالم، ومن هذه المميزات:

أ- **الريادة في إصدار الصكوك الإسلامية:** تعتبر ماليزيا الدولة الأولى من حيث إصدار الصكوك الإسلامية حيث أصدرت العديد من الصكوك لتمويل البنى التحتية للدولة والشركات التابعة لها في سبيل تعزيز هذه الأداة في الأسواق المالية، كما أن ماليزيا عضو مؤسس في الكثير من المؤسسات والمراكز التي تخدم هذه الصناعة، ومنها على سبيل المثال مجلس الخدمات المالية الإسلامية ومقره كوالالمبور وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ومقرها البحرين.²

ب- **العالمية:** حيث تعتبر التجربة الماليزية في الأوراق المالية هي الوحيدة التي عبرت الحدود إلى أسواق مالية خارجية بنسبة تراوحت بين 12% إلى 15% ويكفي أن أصول المصارف الإسلامية في الاستثمارات المختلفة بلغت 602 مليار دولار³، وأن حجم الصكوك الإسلامية موزعة في 6 أقطار بلغت 2.5 مليار دولار وأن حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المشتركة بلغت 3.3 مليار دولار أكثر من 110 صندوق⁴.

ج- **توفر السوق على عدد كبير من المتعاملين النشطين⁵:** ذلك أن توفر السوق المالية على عدد كبير من المتعاملين النشطين يعطي متنفسا للبنوك الإسلامية، ويقوي من كفاءة السوق المالية لا سيما السوق الثانوية (سوق التداول). والبنك المركزي الماليزي وحرصا منه على استيعاب عدد كبير من المشاركين في هذه السوق المالية رخص ل 11 بنكا إسلاميا محليا و 6 بنوك إسلامية أجنبية خالصة، كما رخص ل 9 نوافذ إسلامية لبنوك تقليدية محلية ونافذتين لبنوك أجنبية، وقد نشطت هذه الخطوة المصرفية الإسلامية، وجذبت إليها متعاملين مسلمين وغير مسلمين.

د- **تنوع وتطوير الأدوات المالية:** يعد تنوع وتطوير الأدوات المالية عاملا مهما في إدارة السيولة، ومواكبة تطور المصرفية الإسلامية المتسارع ونسبة نموها التي تجاوزت في بعض الدول الإسلامية 50%. وقد حرصت ماليزيا

¹ - المرجع السابق، ص: 213-214.

² - زكريا سلامة عيسى، شطناوي، مرجع سابق، ص220.

³ - نهاية سنة 2003.

⁴ - عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص213.

⁵ - أكرم، لال الدين وسعيد، بوهراوة، مرجع سابق، ص12.

على أخذ الريادة في هذا الجانب، فقد تقدمت الدول في نسبة إصدار الصكوك، كما توفرت على حزمة متنوعة من المنتجات المالية التي صممت أساساً لتسهيل إدارة السيولة بين المصارف الإسلامية.

هـ- ضمان شفافية السوق: إن ضعف أو غياب الشفافية في السوق المالية يجعل من الحصول على المعلومات المطلوبة لانتقاء الأوراق المالية المناسبة مكلفة مادياً ومستهلكة للوقت، مما يؤدي إلى تضيق المجال على المستثمرين وضعف الإقبال على هذه الأوراق بسبب غياب الشفافية المفضية في غالب الأحيان إلى وجود تلاعبات ومضاربات غير مشروعة لا تعكس السعر الحقيقي للورقة المالية، وفي هذا الشأن ولضمان الشفافية قام البنك المركزي الماليزي بتأسيس موقع لسوق النقد بين المصارف الإسلامية، كما وضع نظاماً متكاملًا وآلية فعالة للعرض والتسويات المالية ونشر المعلومات من خلال هذا الموقع.

وقد وضع البنك المركزي الماليزي قيد العمل منذ 1996م نظاماً آلياً شاملاً للإصدارات والمناقصات يضمن الشفافية الكاملة لعمليات الإصدار والتداول¹.

إلى جانب البنك المركزي، أسست هيئة الأوراق المالية الماليزية نظاماً للمتاجرة الإلكترونية (ETP) Electronic Trading Platform لسوق السندات الماليزية في 10 مارس 2008م².

و- خصائص أخرى: نذكر منها³:

1- النجاح في إقامة الإطار القانوني والتشريعي والإداري الإسلامي لتنظيم هذه السوق وإدارتها وقد نجحت فيه فعلاً، وكذلك نجاحها في وضع أطر تشريعية لتنظيم سوق الصكوك عالمياً.

2- النجاح في ترويج المنتجات الإسلامية مثل الصكوك مثلاً، وإعتبارها سفيرة فوق العادة عن التمويل الإسلامي في الغرب.

هذا وقد قامت هذه السوق بوضع منهاج التجارة الإسلامية في أسواق رأس المال، ودراسة جدوى بشأن نظام إدارة سوق المال في المراحل النهائية.

3- قوة واتساع العلاقات التي تقيمها مع الغرب ومع غيرها من المؤسسات؛ من ذلك إتساع علاقاتها مع بنك الاستثمار الأوروبي في المملكة المتحدة، والإنفاقية التي أبرمتها مع (إتحاد سوق رأس المال الدولي ومقره لندن) وتوقيع مذكرة تفاهم لتسهيل العمل المشترك لتطوير الأسواق المالية الإسلامية الدولية، وذلك في لندن في 30 و31 يناير/كانون الثاني 2007م.

4- إرتقاؤها بالعمل المصرفي والنشاط المالي الإسلامي واهتمامها بالأسواق المالية الناشئة: لا شك أن هذه السوق قد إرتقت بالعمل المالي والمصرفي الإسلامي وبالاستثمار بصورة عامة.

¹ - المرجع سابق، ص14.

² - المرجع السابق، ص15.

³ - محمد الأمين، ولد عالي، مرجع سابق، ص155.

5- تتميز سوق رأس المال الإسلامي بالاستقرار مقارنة مع السوق المالي التقليدي؛ حيث تنوعت بها الصكوك القائمة على المشاركة، والإجارة، والبيع الآجل والمضاربة، والمراجحة¹....

الفرع الثاني: الاعتراضات والمآخذ على التجربة الماليزية.

بالرغم مما تميزت به التجربة الماليزية من خصائص فريدة ومميزة إلا أنه تتخللها بعض السلبيات والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

أولاً: مشاكل متعلقة بالجانب الشرعي:

حيث أن التجربة خالفت في بعض أدائها المالية ما استقر عليه رأي جمهور علماء المسلمين ممثلاً فيما صدر عن المجامع الفقهية من قرارات، مثل بيع العينة وبيع الوفاء وبيع الديون وغرامات التأخير، مما جعلها غير مقبولة عند عامة المسلمين خارج ماليزيا، وبالتالي حال بينها وبين الاستفادة من العمق التاريخي لهذه الصناعة وهو العالم العربي². حيث تعتمد بعض الصكوك الماليزية على عقد بيع العينة وبيع الدين المحرمتان شرعاً، لذلك هي بحاجة إلى استبعاد هذه العقود المحرمة شرعاً، ومن ثم تعزيز الجانب الشرعي، في جميع مراحل الصكوك³. كما أن إصدار وتداول صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية لا يتم وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية لأنه يشتمل على بيع الدين والذي حرّمه جمهور العلماء، كما يقوم على مبدأ تصكيك الدين النقدي المحرم شرعاً⁴.

ثانياً: إشكالية تعميم النموذج الماليزي في صناعة المالية الإسلامية:

قد يثور التساؤل حول إمكانية تعميم "النموذج الماليزي" في الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية على غيره من الدول، خاصة تلك التي يثور فيها إعتراض الفقه الغالب على الأسس والمبادئ الشرعية التي تقوم عليها العناصر الأساسية للصناعة المالية والمصرفية الإسلامية في ماليزيا. فكثير من منتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية تعتمد على بيع الدين بالدين، وهي قضية كما أشرنا فيما سبق تمثل نقطة خلاف كبير بين الفقهاء⁵.

ثالثاً: إشكالية التنافس بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

إذ قد تؤدي هذه المنافسة في زيادة حجم وعدد وقيمة الإصدارات بين الصكوك والسندات إلى إهمال الجانب الشرعي كنتيجة للمنافسة، وبالتالي الاهتمام بالجانب الكمي لا بالجانب الشرعي والنوعي.

¹ - زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 258.

² - زكريا سلامة عيسى، شطناوي، مرجع سابق، ص 221.

³ - زياد جلال، الدماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سابق، ص 258.

⁴ - حكيم، براضية، مرجع سابق، ص 165.

⁵ - عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مرجع سابق، ص 215.

خلاصة الفصل الرابع:

إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تعتبر أحد أهم مكونات النظام المالي الماليزي حيث هي سوق مالي تتوفر فيه فرص التمويل لمختلف الأنشطة الاقتصادية وكذا تجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وهذا جعله ذو أهمية بالغة بالنسبة للاقتصاد الماليزي ككل.

وقد لعبت الحكومة الماليزية دورا كبيرا في إنشائه وتطويره، وتقوم هيئة الأوراق المالية بالإشراف على تنظيمه، ومن أجل ضمان قيام هذا السوق بالمهام المنوطة به أنشأت سلطتين هما: قسم سوق رأس المال الاسلامي، وكذا اللجنة الاستشارية الشرعية.

ويتم تداول مختلف الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية والتي منها الأسهم، وصناديق الاستثمار الاسلامية والصكوك الاسلامية والتي تتمثل في صكوك المراجعة وصكوك البيع بضمن آجل وصكوك المضاربة وصكوك المشاركة وصكوك الاستصناع وصكوك الإجارة إضافة إلى صكوك الوكالة بالاستثمار والتي تم إصدارها أول مرة في سنة 2011، وبعض هذه الصكوك مازالت محل خلاف فقهي كصكوك البيع بضمن آجل وصكوك الاستصناع كونها تقوم على بيع الدين المحرم شرعا.

وقد ساهمت الصكوك الاسلامية من تمويل التنمية والمشاريع التنموية في ماليزيا والتي إستحوذ على غالبية إصداراتها قطاع المالية، النقل، الطاقة والمناجم والاتصالات والبناء.

وتحتل الصكوك الاسلامية في ماليزيا بأهمية كبرى بالنسبة للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي سواء بالنسبة للمؤسسات المصرفية (البنك المركزي والبنوك الأخرى)، وكذا الشركات المتعاملة في هذه السوق سواء كانت الشركات إسلامية أو أجنبية، وتظهر أهمية الصكوك الاسلامية في ماليزيا خاصة في مجال توفير السيولة.

كما تساهم الصكوك الاسلامية في تحسين كفاءة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي ويظهر ذلك من خلال عدد الشركات المدرجة في السوق، إضافة إلى زيادة رسملة سوق رأس المال الإسلامي مقارنة بالسوق المالي ككل، ومما يدل على مساهمة الصكوك الاسلامية في تحسين كفاءة السوق الاسلامي لرأس المال مؤشر حجم التداول، وهذه المؤشرات تدل على توفر السيولة في السوق وكذا إتساعه إضافة إلى الأمان وعدالة السوق والتي يستمدتها من الشريعة الاسلامية.

وتلعب الصكوك الاسلامية في ماليزيا أيضا دورا بارزا في مواجهة الأزمات المالية حيث حافظت على استقراره ويظهر ذلك من خلال استقرار عدد الشركات المدرجة ورسملة السوق وكذا مؤشر حجم التداول خلال فترة الازمة (2007-2009).

ومن خلال تأمل التجربة الماليزية نجد أنها تجربة رائدة وتنبئ بمستقبل متطور للصناعة المالية الاسلامية ككل، رغم أنها تعاني من نقائص ومشاكل منها الشرعية ومنها القانونية والتنظيمية.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

إن الأسواق المالية بصفة عامة وأسواق رأس المال على وجه الخصوص تلعب دورا كبيرا في الاقتصاديات المعاصرة إذ هي أهم منفذ للتمويل لأي اقتصاد إلا أنها تكون أكثر أهمية عندما تتوافق مع ضوابط الشريعة الإسلامية حيث تصبح أكثر عدالة وأكثر عمقا وأوسع تعاملًا كونها تسمح لمختلف المتعاملين- كل حسب إمكاناته- بالدخول إليها والتعامل فيها بكل أمان لما تتميز به من ضوابط مستمدة من الشرع الحنيف إضافة إلى شرعية الأدوات المالية المتداولة فيها.

وبما أن الاقتصاد الإسلامي أصبح في أمس الحاجة لأسواق رأس المال الإسلامية كان لزاما الاهتمام بتطوير هذه الأسواق، ومن بين جوانب تطويرها الاهتمام بالأدوات المالية الإسلامية- خاصة الصكوك الإسلامية - لما تلعبه من دور في تحسين أداء سوق رأس المال الإسلامي وتوسيعه كونها تسمح بتعدد المتعاملين فيه من أفراد ومؤسسات مصرفية ومالية، أجنبية ومحلية، ويجب أن يخضع المتعاملون في سوق رأس المال الإسلامي إلى ضوابط الشريعة الإسلامية، في تعاملاتهم وكذا طرق استثمار أموالهم.

وإذا تأملنا التجربة الماليزية نجد أن هيئة الأوراق المالية عملت على تحقيق الضوابط الشرعية في تعاملات سوق رأس المال الإسلامي، ويظهر ذلك في الإجراءات التي إتبعتها لمنع مختلف التعاملات المنافية للشريعة الإسلامية رغم وجود إختلاف فقهي حول بعض الصكوك الإسلامية كونها تقوم على بيع الدين المحرم في شريعتنا الغراء، والجهود متواصلة لتدارك هذه النقائص.

نتائج إختبار فرضيات البحث:

- الفرضية الأولى: نصت الفرضية الأولى على أن سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه تداول مختلف الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وقد تبين صحة هذه الفرضية من خلال تناولنا للموضوع.
- الفرضية الثانية: نصت الفرضية الثانية على أن سوق رأس المال الإسلامي هو سوق يتم فيه الاستثمار وفق ضوابط متعددة هي: الضوابط العقائدية، الأخلاقية، الإجتماعية والضوابط الاقتصادية، وقد تبين من خلال البحث صحة هذه الفرضية حيث يجب أن يتم التعامل وفق الضوابط التي حددها الشرع الحنيف.
- الفرضية الثالثة: نصت هذه الفرضية على أنه يتم في سوق رأس المال الإسلامي تداول مجموعة من الأدوات كالأسهم والصكوك الإسلامية.
- الفرضية الرابعة: نصت على أن الهندسة المالية الإسلامية عملية تصميم وابتكار أدوات مالية جديدة أو تطوير أدوات مالية موجودة كل هذا في إطار ضوابط الشرع الحنيف، وقد ثبت صحة هذه الفرضية إذ تتميز الهندسة المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية بخصائص أهمها خضوع الهندسة المالية الإسلامية لأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية.

- الفرضية الخامسة: نصت على أن الصكوك الإسلامية عبارة عن إحدى منتجات الهندسة المالية الإسلامية ويتم إصدارها في إطار أحكام الشرع الحنيف، وقد توصلنا إلى صحة الفرضية من خلال البحث حيث للصكوك الإسلامية ضوابط شرعية وأخرى اقتصادية.
- الفرضية السادسة: نصت على أن الصكوك الإسلامية تؤدي دورا بارزا في استقرار سوق رأس المال الإسلامي ورفع كفاءته، ومن خلال تناولنا للبحث توصلنا إلى صحة الفرضية، حيث تسهم الصكوك الإسلامية ومن خلال خصائصها في صد الأزمات المالية وكذا توفير السيولة وجذب متعاملين جدد إلى سوق رأس المال الإسلامي مما يرفع من كفاءته.
- الفرضية السابعة: نصت الفرضية على أن صناعة الصكوك الإسلامية لم تساهم في تنشيط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، ومن خلال تناولنا للموضوع ثبت عدم صحة الفرضية حيث تعددت استخدامات الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي حيث تعتبر مصدر هام للسيولة كما تستخدم في تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية.

نتائج البحث:

- من خلال تناولنا لهذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج منها مايتعلق بالدراسة النظرية ومنها المتعلقة بالدراسة التطبيقية وهي التالية:
- إن سوق رأس المال بالمنظور التقليدي تلعب أهمية في تمويل الاقتصاد، لكنها تتعامل بمخالفات شرعية لذلك كان لزاما على الاقتصاد الإسلامي إيجاد سوق رأس مال إسلامي خاص به يستمد مبادئه وقواعده من قواعد الشريعة الإسلامية.
 - يتم تداول الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولذلك نجد نبحم التعامل بالسندات.
 - إن التعامل في سوق رأس المال يتم إما بعمليات عاجلة أو بعمليات آجلة، لكن في سوق رأس المال يتم التعامل وفق العمليات المقبولة شرعا لذلك نجد لايتعامل بالعمليات القائمة على الربا والغرر كعمليات الشراء الهامشي وعمليات البيع على المكشوف.
 - إن الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي يخضع لضوابط متكاملة مستمدة من الشريعة الإسلامية وتتركز كلها على خدمة الصالح العام قبل المصلحة الفردية وهذه الضوابط منها: الضوابط العقائدية والضوابط الأخلاقية، والضوابط الإجتماعية والضوابط الاقتصادية.
 - إن الهندسة المالية الإسلامية لاختلفت عن الهندسة المالية التقليدية في كونها تقوم على إيجاد أدوات مالية تمكن من التحوط ضد مخاطر الاستثمار، لكن الإختلاف الأهم هو أن الهندسة المالية من المنظور الإسلامي تحكمها ضوابط الشرع الحنيف مما يجعلها مستقلة بخصائصها وأهدافها والمبادئ القائمة عليها.
 - يعتبر التصكيك من منتجات الهندسة المالية الإسلامية كونه إصدار وثائق أو شهادات مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية موجودات(أعيان أو منافع أو حقوق أوخليط من الأعيان والمنافع

- والنقود والديون) قائمة فعلا أو سيتم إنشاؤها من حصيلة الاكتتاب وتصدر وفق عقد شرعي وتأخذ أحكامه، ويطلق على هذه الوثائق والشهادات المالية المتساوية القيمة إسم الصكوك الاسلامية.
- إن الصكوك الاسلامية عموما تنقسم إلى ثلاث مجموعات حسب العقد القائمة عليه، وهذه المجموعات هي: الصكوك الاسلامية القائمة على عقد الشراكة، الصكوك الاسلامية القائمة على عقد البيع والصكوك الاسلامية القائمة على عقد الإجارة.
- إن الصكوك الاسلامية ونظرا لخصائصها تلعب دورا كبيرا على مستوى الاقتصاد نظرا لقدرتها على تعبئة المدخرات واستثمار الأموال وكذا دورها الكبير في تمويل المشاريع الاقتصادية التنموية، وتعتبر أداة ملائمة لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة، لذلك يتعدد المتعاملون في هذه الصكوك الاسلامية.
- إن الصكوك الاسلامية تعتبر وسيلة فعالة في مواجهة الازمات المالية نظرا للمزايا التي تحققها والخصائص التي تتميزها والتي منها أنها اداة قابلة للتسييل، وبالتالي فهي تساهم في تحقيق الاستقرار في سوق رأس المال الاسلامي، وتساهم في تطويره وزيادة كفاءته لما لها من قدرة على جذب المتعاملين وكذا لكونها إضافة جديدة في الأسواق المالية، ناهيك عن قبولها على المستوى العالمي.
- إن الصكوك الاسلامية ورغم المزايا التي تحققها إلا أنها مازالت تواجه تحديات مختلفة منها المتعلقة بالصناعة المالية والمصرفية ومنها المتعلقة بأسواق رأس المال الإسلامية، كما أن الصكوك الاسلامية هي الأخرى تحتوي على مخاطر متعددة يمكن أن تضاف إلى باقي التحديات الأخرى، مما جعل الباحثين والدارسين يحاولون إيجاد استراتيجيات متعددة لإدارة مخاطر هذه الصكوك.
- إن سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا يعتبر من أهم مكونات النظام المالي الماليزي ككل، وقد ساهمت الحكومة الماليزية في إنشائه وتطويره لتحقيق مجموعة من الأهداف في الإقتصاد الماليزي ككل.
- إن هيئة الأوراق المالية الماليزية لعبت دورا كبيرا في تطوير سوق رأس المال الاسلامي الماليزي- خاصة من الناحية الشرعية- مما جعله يختلف إختلافا كبيرا عن سوق رأس المال التقليدي، حيث أنشأت هيئة الأوراق المالية قسمين لضبط التعامل في هذه السوق وضمان إلتزامها بمبادئ الشريعة الاسلامية، وهذين القسمين هما:
- قسم سوق رأس المال الاسلامي.
 - اللجنة الاستشارية الشرعية.
- إن الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا متعددة ومنها الأسهم، صناديق الاستثمار الاسلامية، وكذا الصكوك الاسلامية.
- إن صناديق الاستثمار الاسلامية في ماليزيا قد نمت نموا كبيرا خلال فترة الدراسة (2001 إلى 2013) حيث إنتقلت قيمة صافي الموجودات من 2,42 بليون رينجيت ماليزي سنة 2001 إلى 42,82 بليون رينجيت ماليزي سنة 2013، مما يعكس نمو الصناعة المالية الاسلامية في ماليزيا.

- تتعدد الصكوك الاسلامية في ماليزيا حيث توجد صكوك المراجحة وصكوك البيع بثمن آجل واللتين تعتبران أولى إصدارات الصكوك الاسلامية في ماليزيا، وكذا صكوك الاستصناع وصكوك المشاركة وصكوك المضاربة، إضافة إلى صكوك الإجارة (المحلية والدولية)، وأخيرا صكوك الوكالة بالاستثمار.
- إن بعض الصكوك الاسلامية في ماليزيا غير متوافقة مع الشريعة الاسلامية ومنها صكوك المراجحة وصكوك البيع بثمن آجل لقيامها على بيع العينة المحرم شرعا، وكذا صكوك الاستصناع لما تقوم عليه من شبهة الربا.
- إن الصكوك الاسلامية في ماليزيا ساهمت بشكل كبير في تمويل المشاريع الاقتصادية التنموية، وبمبالغ ضخمة حيث بلغت قيمة إصدارات الصكوك لغرض التنمية الاقتصادية في ماليزيا بداية سنة 2014 ماقيمته 324,576.9 مليون دولار، وبذلك إحتلت ماليزيا المرتبة الأولى عالميا بنسبة 66,5% من إجمالي قيمة الصكوك الاسلامية المصدرة في العالم لغرض التنمية الاقتصادية.
- إن الصكوك الاسلامية في سوق رأس المال الاسلامي الماليزي قد استقطبت إهتمام مختلف المتعاملين من مصارف ومؤسسات مالية ومصرفية، محلية وأجنبية، كالبنك المركزي الماليزي، والحكومة الماليزية، ومختلف المؤسسات المالية الأخرى، حيث تعتبر أداة مالية هامة لتوفير السيولة.
- إن الصكوك الاسلامية في ماليزيا ساهمت في تحسين كفاءة سوق رأس المال الاسلامي لما توفره من سيولة في السوق والاقتصاد ككل، كما زادت من كبر حجم السوق، ويظهر ذلك من خلال مؤشرات حجم السوق، ومؤشرات حجم التداول ومؤشر معدل دوران الصكوك الاسلامية والذي يدل على وجود مستوى مرض لتكاليف إبرام الصفقات والمعاملات.
- إن الأزمة المالية العالمية الأخيرة قد أثرت على سوق الصكوك الاسلامية على المستوى العالمي سواء من حيث حجم الإصدار أو من حيث نوع الصكوك المصدرة، حيث سيطرت صكوك الإجارة على الإصدارات خلال فترة الأزمة.
- إن الصكوك الاسلامية في ماليزيا قد ساهمت في استقرار سوق رأس المال الاسلامي، حيث زادت نسبة الشركات المتوافقة مع الشريعة الاسلامية المدرجة في ماليزيا من 86% ثم 87% إلى 88% خلال السنوات 2007 و2008 و2009 على التوالي، كما بقيت نسبة رصمة سوق رأس المال الاسلامي ثابتة خلال السنوات الثلاث ب 64%، إضافة إلى ذلك ورغم تراجع نسبة الصكوك الاسلامية من 76,40% سنة 2007 إلى 30,90% سنة 2008، إلا أنها سرعان ما عادت للإرتفاع سنة 2009 بنسبة 59,10%، وذلك مقارنة بالسندات التقليدية التي تراجعت نسبتها من 69,10% سنة 2008 إلى 40,90% سنة 2009.
- إن التجربة الماليزية في سوق رأس المال الاسلامي تميزت بخصائص ميزت مختلف القطاعات المالية والمصرفية الماليزية، بدءا بالدور الذي لعبته الحكومة الماليزية، والبنك المركزي الماليزي، مما جعل ماليزيا تقيم أول سوق

نقدي إسلامي، إضافة إلى الجهود الجبارة التي بذلتها الحكومة الماليزية في إيجاد سوق إسلامي لرأس المال، ورغم ذلك فإن التجربة الماليزية لازالت تعاني من نقائص ينبغي العمل على تداركها ومن هذه النقائص منها ما هو شرعي ومنها ما هو تنظيمي وإداري.

التوصيات:


- 1- ضرورة العمل على توحيد الرؤى والأحكام الفقهية المتعلقة بالأسواق المالية الإسلامية والأدوات المتداولة فيها، مما يجعل الإقبال على هذه الأسواق والأدوات أكثر أهمية من قبل المسلمين.
- 2- إن نظام الإزدواجية بين سوق رأس المال الإسلامي والتقليدي في إقتصاد ما، يجب أن لا يستمر وبالتالي يجب الفصل بين هذين السوقين فصلا تاما، مما يجعل من الضرورة الملحة إيجاد بيئة تنظيمية وقانونية خاصة بالأسواق المالية الإسلامية أمرا لا مفرّ منه.
- 3- ضرورة مبادرة الحكومة - بشكل دائم- في إنشاء ودعم أسواق رأس المال الإسلامية وتطويرها والعمل على التعريف بالأدوات المالية الإسلامية (الصكوك الإسلامية) والمبادئ التي تقوم عليها وذلك باستخدام مختلف وسائل الإعلام المتاحة.
- 4- ضرورة وضع تشريعات وقوانين من شأنها أن تشجع توسع أسواق رأس المال الإسلامية وتكبح توسع أسواق رأس المال التقليدية.
- 5- ضرورة إنشاء هيئات ولجان رقابية في أسواق رأس المال الإسلامية، وضرورة تزويدها بالعلماء للبت في مختلف الأحكام المتعلقة بمختلف المعاملات والأحكام التي تتم في هذه الأسواق وأدواتها.
- 6- ضرورة إستبعاد كل المعاملات والأدوات (الصكوك) التي هي محل خلاف شرعي، وبالتالي يجب الاستغناء عن كل الصكوك القائمة على الربا وبيع العينة - كما في ماليزيا- واستئصالها من أسواقنا تماما.
- 7- دعم سوق رأس المال الإسلامي الماليزي قانونيا وإداريا ومنحه الاستقلالية التامة عن سوق رأس المال التقليدي، والعمل على كبح هذا الأخير قانونيا وإداريا.
- 8- عمل الحكومة الماليزية على توحيد الفتاوى الشرعية المختلفة حول العمل في سوق رأس المال الإسلامي والتعامل بالصكوك المتداولة فيه مع مختلف الجماع الفقهية لتجنب كل المخالفات والشبهات الفقهية.

آفاق البحث:

إن تطوير سوق رأس المال الإسلامي يتطلب البحث في مختلف جوانبها والآليات التي تعمل بها، وهذا في ظل التركيز على مختلف الجوانب الشرعية، ولذلك يمكن طرح الآفاق البحثية التالية للمساهمة في تطوير سوق رأس المال الإسلامي ومنها:

- إمكانيات إنشاء هيئة الأوراق المالية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي.

- خطوات تكييف القوانين الوضعية لصالح أسواق رأس المال الإسلامية.
- شروط ومقومات إيجاد سوق ثانوية إسلامية لتداول الصكوك الإسلامية.
- دور الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق النقدي الإسلامي.
- دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير سوق رأس المال الإسلامي.
- إمكانيات وشروط إيجاد سوق رأس مال إسلامي جزائري بالاستفادة من التجربة الماليزية.



قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

I. المصادر:

أ- القرآن الكريم.

ب- كتب الحديث:

1. يحيى بن شرف، النووي، صحيح مسلم شرح النووي، (دار إحياء التراث العربي، بيروت، 1992).

ج- المعاجم:

2. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، (مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004)، الطبعة الرابعة.

3. ابن منظور، لسان العرب، (دار المعارف، مصر، 1981).

II. المراجع

1- اللغة العربية:

أ-الكتب:

1. أبو العلا، يسرى محمد، المعاملات الاقتصادية للأسواق في النظام الإسلامي، (دار الفكر الجامعي الاسكندرية، 2007).

2. أبو زهرة، الإمام محمد، التكافل الاجتماعي في الإسلام، (دار الفكر العربي، القاهرة، 1991).

3. أبو موسى، رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، (دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005).

4. أحمد، محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، (دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2008).

5. أحمد، عبد الرحمن يسرى، قضايا إسلامية معاصرة في النقود والبنوك والتمويل، (الدار الجامعية الإسكندرية- مصر، 2001).

6. أرشد فؤاد، التميمي وأسامة عزمي، سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، (دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2004).

7. إسماعيل، عمر مصطفى جبر، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار النفائس، عمان- الأردن، 2006).

8. آل سليمان، مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، (كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض-المملكة العربية السعودية، 2005)، الجزء الثاني.

9. آليه، موريس، الشروط النقدية لاقتصاد الأسواق من دروس الأمس إلى إصلاحات الغد، (ترجمة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-السعودية، 1992).
10. أندراوس، عاطف وليم، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، 2005).
11. باري، سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقديين)، ترجمة: طه عبد الله، منصور وعبد الفتاح عبد الرحمن، عبد المجيد، (دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 1987).
12. البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، (دار الفكر، دمشق-سوريا، 2001).
13. البسطويسى، إبراهيم أحمد، إيداع الأوراق المالية في البنوك (ودیعة الصكوك) دراسة مقارنة، (دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر 2009).
14. البصمان، محمد مبارك، صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية مقارنة بالشريعة الإسلامية)، (دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2010).
15. بن ساسي، إلياس وقريشي، يوسف، التسيير المالي (الإدارة المالية)، (دار وائل، الأردن، 2006).
16. البهتي، محمد، الإسلام... والاقتصاد الإسلامي، (مكتبة وهبة، القاهرة، 1981)، الطبعة الثانية.
17. جمعة، السعيد فرحات، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (والتحديات الراهنة)، (دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2000).
18. الجمل، جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2002).
19. الجندي، عبد الحليم، الأخلاق في الاقتصاد الإسلامي، (دار المعارف، القاهرة، 1997).
20. الحربي، خالد سعد محمد وعبد الغني، عبد الله محمد حمزة، حوار الأربعاء، (مركز النشر، جامعة الملك عبد العزيز، جدة-السعودية 2010/2009).
21. حردان، طاهر حيدر، الاقتصاد الإسلامي-المال-الربا-الزكاة، (دار وائل للنشر، عمان، 1999).
22. الحسيني، أحمد حسن أحمد، (صناديق الاستثمار) دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر 1999).
23. الحسيني، عرفات تقي الدين، التمويل الدولي، (دار مجدلاوي للنشر، عمان-الأردن، 1999).
24. حماد، طارق عبد العال، إدارة المخاطر (أفراد-إدارات-شركات-بنوك)، (الدار الجامعية الإسكندرية-مصر، 2003).

25. حماد، طارق عبد العال، المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة)، (الدار الجامعية، مصر 2001).
26. حماد، نزيه، في فقه المعاملات المالية والمصرفية المعاصرة، (دار القلم، دمشق، 2007).
27. حمزة، الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001).
28. الحناوي، محمد صالح وآخرون، الاستثمارات في الأوراق المالية ومشتقاتها 'مدخل للتحليل الأساسي والفني'، (الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2004).
29. الحناوي، محمد صالح وآخرون، تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية، (المكتب الجامعي الإسكندرية، 2007).
30. الحناوي، محمد ومصطفى، نihal فريد، مبادئ وأساسيات الاستثمار، (المكتب الجامعي الحديث، دون بلد نشر، 2006).
31. الحناوي، محمد، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2007).
32. حنفي، عبد الغفار وقرياقص، رسمية، أسواق المال (بورصات، مصارف، شركات تأمين، شركات الاستثمار)، (دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية - مصر، 2003).
33. حنفي، عبد الغفار وقرياقص، رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، (الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر 2005).
34. حنفي، عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية - أسهم، سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، (دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية - مصر 2003).
35. الحويماني، فهد عبد الله، المال والاستثمار في الأسواق المالية، (مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض - السعودية، 2006)، الطبعة الثانية.
36. حيدر، فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي، (دار المريخ، دون بلد نشر، دون سنة نشر).
37. خان، طارق الله وأحمد، حبيب، إدارة المخاطر تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1423هـ/2003م)، ورقة مناسبات رقم (05).
38. خصاونة، أحمد سليمان، المصارف الإسلامية: مقررات لجنة بازل، تحديات العولمة - استراتيجية مواجهتها، (عالم الكتب الحديث، الأردن 2008).

39. الخضيرى، محسن أحمد، البنوك الإسلامية، (إترك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1416هـ/1995م)، الطبعة الثانية.
40. الخطيب، سمير، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك - منهج علمي وتطبيق عملي، (منشأة المعارف الإسكندرية - مصر، 2005).
41. خلف، فليح حسن، الأسواق المالية النقدية، (عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006).
42. الخليل، أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، (دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 1426هـ)، الطبعة الثانية.
43. الداغر، محمد محمود، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق وبورصات)، (دار الشروق للنشر والتوزيع عمان - الأردن، 2005).
44. داغي، علي محي الدين القره، أثر ديون ونقود الشركة أو المحفظة على حكم تداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية (المشكلة والحلول) دراسة فقهية اقتصادية، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003).
45. داودي، الطيب، مدخل لعلم الاقتصاد في الفكر الرأسمالي - الاشتراكي والإسلامي، (مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن 2010).
46. الدعمي، عباس كاظم، السياسات المالية والنقدية وأداء سوق الأوراق المالية، (دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2010).
47. الدماغ، زياد جلال، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، (دار الثقافة، عمان - الأردن 2012).
48. دوابة، أشرف محمد، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية (دار السلام، القاهرة - مصر، 2006).
49. _____، _____، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، (دار السلام، مصر 2006)، الطبعة الثانية.
50. _____، _____، دراسات في التمويل الإسلامي، (دار السلام، مصر، 2007).
51. رزق، عادل محمد، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، (دار طيبة للنشر والتوزيع، مصر، 2004).
52. رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996).

53. _____، _____، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، (دار النشر للجامعات مصر، 2005).
54. رمضان، زياد وجودة، محفوظ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، (دار وائل للنشر، الأردن، 2006) الطبعة الثالثة.
55. رمضان، زياد وشموط، مروان، الأسواق المالية، (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر الجديدة القاهرة-مصر، 2008).
56. الزعبي، هيثم محمد، الإدارة والتحليل المالي، (دار الفكر للطباعة والنشر، عمان- الأردن، 2000).
57. زكي، رمزي، الاقتصاد السياسي للبطالة، (سلسلة عالم المعرفة، الكويت، أكتوبر 1998).
58. السالوس، علي أحمد، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، (دار الثقافة، الدوحة-قطر، 1998) الجزء الأول.
59. _____، _____، الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، (دار الثقافة، الدوحة، 1996)، الجزء الأول.
60. سانو، قطب مصطفى، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، (دار النفائس للنشر والتوزيع الأردن، 2000).
61. السويلم، سامي، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، (مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، دون بلد نشر رمضان 1421هـ-ديسمبر 2000م).
62. السويلم، سامي بن إبراهيم، التحوط في التمويل الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 1428هـ/ 2007م).
63. السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية - الأهمية. الأهداف، السبل. مقترحات النجاح (عالم الكتب، القاهرة-مصر 2003).
64. شابرا، محمد عمر، نحو نظام نقدي عادل: دراسة للنقود والمصارف والسياسة النقدية في ضوء الإسلام ترجمة سيد محمد سكر، (دار البشير للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 1990)، الطبعة الثانية.
65. الشراوي، عبد الحكيم مصطفى، العولمة المالية وإمكانات التحكم: عدوى الأزمات المالية، (دار الفكر الجامعي، مصر، 2003).
66. شطناوي، زكريا سلامة عيسى، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي (دار النفائس، الأردن، 2009).

67. شكري، ماهر كنج وعوض، مروان، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)، (معهد الدراسات المصرفية عمان-الأردن، 2004).
68. الشناوي، إسماعيل أحمد والمبارك، عبد المنعم، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية (الدارالجامعية، الإسكندرية- مصر، 2002).
69. صافي، وليد والبكري، أنس، الأسواق المالية والدولية، (دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009).
70. صالح، صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، (دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة 2006).
71. العبادي، هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية (مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008).
72. عبد الحي، هشام أحمد، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية، دراسة تطبيقية فقهية، (منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 2010).
73. عبد العظيم، حمدي، دراسات الجدوى الاقتصادية في البنك الإسلامي، (المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996).
74. عبد العلي، أسعد حميد، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، (مركز يزيد للنشر، الأردن 2005).
75. العرييد، عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، (دار الرضا للنشر سوريا، 2002).
76. العزاوي، محمد عبد الوهاب وخميس، عبد السلام محمد، الأزمات المالية (قديمها وحديثها أسبابها ونتائجها والدروس المستفادة)، (دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010).
77. علي، أحمد شعبان محمد، الصكوك والبنوك الإسلامية أدوات لتحقيق التنمية، (دار الفكر الجامعي الإسكندرية- مصر، 2013).
78. علي، أحمد محمد، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، (المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة 1422هـ).
79. غربي، عبد الحليم عمار، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، (دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013).

80. فهمي، حسين كامل، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، (المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب جدة، 1427هـ-2006م)، بحث رقم 63.
81. فياض، عطية، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، (دار النشر للجامعات، مصر، 1998).
82. قحف، منذر، تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة من وجهة نظر إسلامية-دراسة حالة ميزانية الكويت، (البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 39، 1417هـ).
83. القري، محمد بن علي، مقدمة في النقود والبنوك مع تطبيقات على المملكة العربية السعودية وعناية بالمفاهيم الإسلامية، (مكتبة دار جدة، السعودية، 1996).
84. القصار، محمد سامر، الأزمة المالية العالمية (دلائل اقتصادية على سطوع المنظومة الإسلامية من بين أنقاض الرأسمالية)، (دار الفكر دمشق، 2009)، الطبعة الثانية.
85. القصاص، جلال جويده عبده، محددات الأثمان في السوق الرأسمالي والإسلامي دراسة مقارنة، (مؤسسة الشباب الجامعي، الاسكندرية 2006).
86. قنطجحي، سامر مظهر، مشكلة البطالة وعلاجها في الإسلام، (مؤسسة الرسالة ناشرون، دون بلد نشر سنة نشر).
87. _____، _____، معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية بديلا عن مؤشر الفائدة، (مؤسسة الرسالة ناشرون، دون بلد نشر 2003).
88. اللحياني، سعد بن حمد، الموازنة العامة في الاقتصاد الإسلامي، (البنك الإسلامي للتنمية، جدة- المملكة العربية السعودية، 1997)، بحث رقم 43.
89. لطرش، الطاهر، تقنيات البنوك، (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010)، الطبعة السابعة.
90. لعمارة، جمال، اقتصاد المشاركة (نظام اقتصادي بديل لاقتصاد السوق) الطريق الثالث، تقديم حسين شحاتة، (مركز الإعلام العربي، مصر، 2000).
91. مجلس الخدمات المالية الإسلامية، متطلبات كفاية رأس المال للصكوك، والتصكيك، والاستثمارات العقارية، (ماليزيا، يناير 2009).
92. مجموعة من الباحثين الأزمات المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، (مركز النشر العلمي جدة، 2009).
93. مجيد، ضياء، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، (مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2008).

94. محمد، سامي يوسف كمال، الصكوك المالية الإسلامية الأزمة-المخرج، (دار الفكر العربي، مصر 2010).
95. معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، (دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2003).
96. _____، _____، تحليل الاقتصاد الدولي، (دار جرير للنشر والتوزيع، دون بلد نشر، 2006).
97. المغربي، عبد الحميد عبد الفتاح، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، (البنك الإسلامي للتنمية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب جدة، 1425هـ/2004م)، بحث رقم 66.
98. الموسوي، حيدر يونس، المصارف الإسلامية أداءها المالي وأثارها في سوق الأوراق المالية، (دار اليازوري، عمان-الأردن، 2011).
99. المومني، غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، (دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن 2009).
100. ناصر، سليمان، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية (مع دراسة تطبيقية حول مجموعة من البنوك الإسلامية)، (نشر جمعية التراث، القرارة-غرداية، 2002).
101. النجار، فريد، البورصات والهندسة المالية، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر، 2004).
102. _____، _____، المشتقات والهندسة المالية، (الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2009).
103. نصار، أحمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية، (المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مملكة البحرين، دون سنة نشر).
104. النمري، خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، (مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر 2000).
105. هارون، محمد صبري، أحكام الأسواق المالية الأسهم والسندات ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي، (دار النفائس، عمان-الأردن، 2009)، الطبعة الثانية.
106. هندي، منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، (منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 2002).
107. _____، _____، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات الجزء الأول: التوريق، (منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، بدون سنة نشر).
108. _____، _____، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، (منشأة المعارف، الإسكندرية-مصر، 1999).

109. الهيتي، قيصر عبد الكريم، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، (دار رسلان، دمشق-سوريا، 2006).

110. الوادي، محمود حسين وعزام، زكريا أحمد، المالية العامة والنظام المالي في الإسلام، (دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2000).

111. ولد عالي، محمد الأمين، التنظير الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية، (دار ابن حزم بيروت-لبنان، 2011).

ب- المجالات والدوريات:

112. أحمد مهدي، بلواني، "البنوك الإسلامية والاستقرار المالي: تحليل تجريبي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م21، العدد الثاني، (1429هـ/2008م).

113. أحمد، الزعيبي وعبد الله، رابعة، "أحكام المضاربة الفاسدة في الفقه الإسلامي والقانون المدني الأردني"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الرابع، العدد (1)، 2008.

114. أحمد، طرطار وشوقي، جباري، "فعالية الصكوك الإسلامية في معالجة الأزمة المالية العالمية، الحلقة (3)"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد (19) صادرة، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، دون بلد نشر ديسمبر 2013م - صفر 1435هـ.

115. أخلاص باقر، النجار، "قراءة في مفردات الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة العلوم الاقتصادية العدد21، المجلد الخامس، دون بلد نشر حزيران 2008.

116. أسامة محمد أحمد، الفولي، "تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي"، مجلة دراسات اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الإنسانية البصيرة، مؤسسة ابن خلدون للدراسات والبحوث، الجزائر، العدد الثاني، 1421هـ/2000م.

117. أنجور، كارستن، "الإسلام والوساطة المالية (ترجمة عربية)"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي المجلد3، العدد1، (1404هـ/1984م) ناصر، يوسف، "ملامح التجربة الماليزية في التنمية الاقتصادية"، أوراق بحثية، دون بلد نشر، العدد الخامس، 2008.

118. بلعوز، بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد07، جامعة ورقلة، 2009-2010.

119. بن رجم محمد، خميسي، "تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية"، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر - بسكرة، العدد التاسع عشر، جوان2010.

120. بن موسى، كمال، "المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2004.
121. بوكساني، رشيد ومزيان، أمينة "الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر"، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، العدد العاشر، ديسمبر 2011.
122. حازم بدر، الخطيب، "دور أهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر- بسكرة، العدد الحادي عشر، ماي 2007.
123. زاهر، بني عامر، "الأدوات الاستثمارية في المصارف الإسلامية"، مجلة اتحاد المصارف العربية، العدد 391، دون بلد نشر، يونيو (جوان)، 2013.
124. زياد، الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في دعم الموازنة العامة من منظور التمويل الإسلامي" مجلة الإسلام في آسيا، الجامعة الإسلامية العالمية-ماليزيا، المجلد 8، العدد 1، يونيو 2011.
125. زياد، زنبوعة ومنى خالد، فرحات، "بدائل تمويل عملية التنمية في سورية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية-المجلد 28- العدد الثاني، 2012.
126. سناء عبد الكريم، الخناف، "الإطار المؤسسي والتشريعي لحاكمية المؤسسات المالية التجريبية الماليزية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير العدد 12، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2012.
127. سيف الدين إبراهيم، تاج الدين، "نحو نموذج إسلامي لسوق الأسهم"، مجلة أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جدة-السعودية، العدد 1، المجلد 3، 1985.
128. شعاشعية، لخضر، "الجوانب القانونية لتأسيس البنوك الإسلامية"، مجلة الباحث، العدد الخامس جامعة ورقلة، 2007.
129. شعبان صدام، الإمارة وآخرون، "أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية"، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد (18)، دون بلد نشر، 2010.
130. شنوف، شعيب، "الأزمة المالية العالمية من منظور محاسبي"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، جامعة محمد خيضر- بسكرة ديسمبر 2010.
131. شوقي، بورقبة، "دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف، العدد 10، سنة 2010.
132. عبد الجبار حمد، السبهاني، "الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد (1/2) 2009.

133. عبد الحافظ، الصاوي، "اندماج المصارف الإسلامية في عصر العولمة"، دراسات اقتصادية، العدد التاسع (09)، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، 2006.
134. عبد الحلیم، غربي، "الابتكار المالي في البنوك الإسلامية: واقع وآفاق"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 09، 2009.
135. عبد الرحيم عبد المجيد، الساعاتي، "مستقبلات مقترحة متوافقة مع الشريعة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، المجلد 15 (1423هـ-2003م).
136. عبد الرحيم عبد الحميد، الساعاتي، "نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 11، (1419هـ-1999م).
137. عبد الكريم، قندوز، "إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية العدد 9، دون بلد نشر، 2012.
138. عبد الكريم، قندوز، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد الإسلامي م 20، ع 2، (1428هـ/2007م).
139. عبد المجيد، قدي، "الأزمة الاقتصادية الأمريكية وتداعياتها العالمية"، بحوث اقتصادية عربية، العدد 46، دون بلد نشر، ربيع 2009.
140. علي محي الدين القره، داغي، "الاستثمار في الأسهم"، مجلة المجمع الفقهي الإسلامي، السنة السابعة العدد التاسع، دون بلد نشر.
141. فؤاد حميد، الديلمي وسفيان بن أحمد، بن أمين، "التصرف في الصكوك بالرهن لدى المؤسسات المالية الإسلامية"، مجلة بحوث إسلامية واجتماعية متقدمة، دون بلد نشر، 2011.
142. محفوظ، جبار ومرميت، عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة: دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف العدد، 2010، 10.
143. محمد عمر، جاسر، "تجارب إصدار الصكوك في الدول المختلفة"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية السنة 21، المجلد 21، العدد 01- كانون الثاني (يناير، 2013).
144. محمد كمال، أبو عمشة، "أهمية تطوير أسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي"، بحوث اقتصادية عربية، العددان 55-56 صيف - خريف 2011.
145. محمد هاشم، كمال، "تحليل شرعي لبعض مسائل الإجارة التمويلية الإسلامية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، م 22 ع 1، 2009.

146. محمد، القرشي، "تزايد التمويل الإسلامي بسرعة في الوقت الذي ترسخ فيه الصناعة أقدامها فإنها تواجه تحديات تنظيمية فريدة"، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 42، العدد 04 ديسمبر 2005.
147. محمد، براق والجودي، صاطوري، "مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية"، دراسات اقتصادية، العدد الثامن دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر 2006.
148. محمد، بوجلال، "مقاربة إسلامية للأزمة المالية الراهنة"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس دون سنة نشر.
149. مرغاد، لخضر، "الهندسة المالية من منظور إسلامي (مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول)"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، العدد 29، فيفري 2013.
150. مصطفى إبراهيم، عبد النبي، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة المصرفي، بنك السودان المركزي، العدد الثاني والخمسون، يوليو 2009.
151. مفتاح، صالح ومعارفي، فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)" مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010.
152. نايل ممدوح، أبو زيد، "استثمار الأموال في القرآن الكريم والسنة النبوية - مفهومه مجالاته، سبل حمايته"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 22، العدد الأول، 2006.
153. نصبة، مسعودة، "دور شركات المساهمة في إصدار وتداول الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي" مجلة العلوم الإنسانية-جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الخامس والعشرون، ماي 2012.
154. نهاد عبد الكريم، أحمد، "الصناعة المصرفية الإسلامية المفهوم والفلسفة، التحديات التي تواجهها والآفاق المستقبلية لها"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14/51 لسنة 2008، دون بلد نشر.
155. نوال، بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية- تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية -البحرين-" مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 09، 2011.
156. وفاء أحمد، محمد، "الوساطة المالية في المصارف الإسلامية- بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)"، مجلة الأستاذ، العدد 201، دون بلد نشر، 2012.
157. يسري حسني، خليفة، "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية- جامعة الإسكندرية العدد رقم (1)، المجلد رقم (46)، يناير 2009.

158. يوسف علي، عبد الاسدي وجواد كاظم، حميد، "الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي"، مقال في مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة العدد30، المجلد الثامن، نيسان 2012.

ج - الملتقيات والأيام الدراسية:

159. آمال حاج، عيسى وفضيلة، حويو، "المشتقات المالية من منظور النظام المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني، حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 05-06 ماي 2009.

160. علاء الدين، زعتري، "الصكوك تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها تحديات الإصدار"، بحث مقدم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية تحديات تنمية، ممارسات دولية)، عمان-المملكة الأردنية الهاشمية، 18-19/07/2010.

161. إبراهيم رسول، هاني وكريم سالم، حسين، "الأزمة المالية العالمية... أسبابها وسبل معالجتها من منظور إسلامي"، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الرابع لكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر - كانون الأول، 2010.

162. أخت زيتي، عبد العزيز، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.

163. إدارة الخزينة في البنك الإسلامي للتنمية، "إخفاق/إعسار بعض إصدارات الصكوك: الأسباب والآثار"، تقديم: عمار عودة، ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم) المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة 24-25 مايو 2010.

164. أسماء، دردور ونسرين، بن زاوي، "الأزمة المالية الحالية ومستقبل العولمة المالية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام: 20-21 أكتوبر 2009.

165. أشرف محمد، دوابة، "دعم الوقف للموازنة العامة للدولة"، بحث محكم مقدم إلى منتدى قضايا الوقف الفقهية الرابع المنعقد بالعاصمة المغربية - الرباط، (30 مارس - 1 أبريل 2009).

166. أشرف محمد، دوابة، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية"، مؤتمر المصارف الإسلامية اليمينية: الواقع وتحديات المستقبل، نادي رجال الأعمال اليمينيين، صنعاء، 20-21 ماي 2010.

167. أشرف محمد، دوابة، "الاستثمار والمضاربة في أسهم البنوك والشركات التقليدية رؤية مستقبلية" بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 3 يونيو 2009م.

168. أكرم لال، الدين وسعيد، بوهراوة، "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية -دراسة تحليلية نقدية-"
"، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة من 19-23 محرم
1432هـ يوافق 25-29 ديسمبر 2010م.
169. باسل، الشاعر، "القضايا المتعلقة بالصكوك في الأردن"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الصكوك الإسلامية
وأدوات التمويل الإسلامي، خلال الفترة 12-13/تشرين الثاني/2013م، جامعة اليرموك، أربد الأردن
2013.
170. بباس، منيرة، "الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي
الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس-سطف، أيام 20-21
أكتوبر 2009.
171. بشير عمر محمد، فضل الله، "تجربة البنوك الإسلامي للتنمية في دعم التنمية في الدول الإسلامية"
والتحديات المستقبلية التي تجابه الصناعة المصرفية الإسلامية"، (مجمع الفقه الإسلامي، منتدى الفكر
الإسلامي، جدة، 11 أبريل 2006).
172. بن الضيف محمد، عدنان وريع، المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية
الإسلامية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير بعنوان:
الاقتصاد الإسلامي. الواقع.. ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية- الجزائر 23-24 فيفري 2011.
173. بن زاوي، محمد الشريف ونشش، فتيحة، "دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة سوق
الأوراق المالية"، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات
الدولية، دون بلد نشر، دون سنة نشر.
174. بن علي، بلعزوز وعبد الكريم، قندوز، "استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر
بالمصارف الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم
الإدارية بعنوان: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، 16-18 نيسان 2007.
175. جمال، لعمارة ورايس، حدة، "تحديات السوق المالي الإسلامي"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول:
سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- جامعة محمد
خضير، بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006.
176. حامد بن حسن بن محمد علي، ميرة، "صكوك الحقوق المعنوية"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك
الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة: 24-
2010/05/26.

177. حسين عبد الجليل، آل غزوي، "المشاكل المحاسبية المعاصرة"، بحث لمادة المشاكل المحاسبية المعاصرة الأكاديمية العربية في الدانمرك، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، 2010.
178. حمزة بن حسين القعر، الشريف، "ضمانات الصكوك الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في جامعة الملك عبد العزيز في جدة، خلال الفترة 24-25 مايو 2010.
179. زاهر الدين محمد، الماليزي، "تجربة ماليزيا في التنسيق بين المؤسسات المالية الداعمة للمصرفية الإسلامية"، بحث مقدم إلى « مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول» دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 3 يونيو 2009.
180. زاهرة، بني عامر، "التصكيك المدعوم بالأصول والتصكيك القائم على الأصول، أيهما مقبول إسلامياً؟"، بحث مقدم لمؤتمر: الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك أربد-الأردن خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013.
181. زياد إبراهيم، مقداد، "الضوابط الشرعية لاستثمار الأموال"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، الجامعة الإسلامية، غزة، 8-9 مايو 2005.
182. زياد، الدماغ، "مخاطر الصكوك الإسلامية وطرق معالجتها".
International conference en islamique bonking & finance: cross border et titrisation (15-16 june 2010).
183. سعيد محمد، بوهرارة وأشرف وجدي، دسوقي، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بملكية الصكوك القائمة على الأصول"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم)، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، خلال الفترة، 24-25 مايو 2010م.
184. سعيد محمد، بوهرارة، "تقويم نقدي للقضايا الشرعية المتعلقة بصكوك الإجارة"، الدورة العشرون لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي الدولي، دون بلد نشر، 1433هـ.
185. سليمان، ناصر وربيعة، بن زيد، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية الحكومية دراسة تطبيقية على الصكوك الحكومية السودانية"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الخامس حول الصيرفة الإسلامية والتمويل الإسلامي، بمعهد الدراسات المصرفية، عمان-الأردن، تحت عنوان: "إدارة المخاطر؛ والإشراف، المنعقد أيام: 06-07 أكتوبر 2012.

186. سليمان، ناصر، "السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟"، ورقة مقدمة إلى الدورة التدريبية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.
187. سمير عبد الحميد، رضوان، "دراسة بشأن إصدار صكوك تنمية إسلامية كبديل للمعونة الأمريكية وسد الفجوة التمويلية في الموازنة العامة للدولة وتمويل التنمية الاقتصادية"، ورقة مقدمة إلى ندوة "الصكوك وسبل تطبيقها في مصر"، 14 مارس 2012.
188. شرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية- كمقترح تمويلي- لتوسيع المشاركة الشعبية في عملية التنمية الاقتصادية -التجربتين الماليزية والسودانية أنموذجاً-"، بحث مقدم إلى مؤتمر "الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي"، المنظم بقسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، إربد-الأردن 12-13 نوفمبر 2013.
189. شريط، عابد وسدي، علي، "معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي (محاولة للفهم واقتراح حلول)"، المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة من المنظور الإسلامي: الدوحة، دولة قطر: من 18 إلى 20 ديسمبر 2011.
190. صالح، صالح وعبد الحليم، غربي "كفاء صيغ وأساليب التمويل الإسلامي في احتواء الأزمات والتقلبات الدورية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس-سطيف أيام 20-21 أكتوبر 2009.
191. صالح، صالح وعبد الحليم، غربي، "دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي"، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، يومي 5-6 ماي 2009.
192. صالح، مفتاح ورمجة، عمري، "الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قالمة يومي 03-04 ديسمبر 2012.
193. صفيه أحمد، أبو بكر، "الصكوك الإسلامية"، بحث مقدمة إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو-3 يونيو 2009.

194. صلاح بسام محمود، فياض وعلي عبد الكريم محمد، العبابنة، "الصكوك وأثرها على الواقع التطبيقي للعمل المصرفي الإسلامي في الأردن من وجهة نظر مصرفية"، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، جامعة اليرموك، إربد- الأردن، من 12-13 تشرين الثاني 2013.
195. عبد الرزاق، خليل وعادل، عاشور، "دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول: سياسيات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، بسكرة، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006.
196. عبد الستار، أبو غدة، "المخاطر في الصكوك وموقف الشريعة من ضمانها"، ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقديم) المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز، بجدة، خلال الفترة 10-11 جمادى الآخرة 1431هـ، الموافق لـ 24-25 مايو 2010م.
197. عبد الستار، القطان، "البدائل المشروعة لتداول الديون"، ورقة عمل مقدمة إلى: المؤتمر الرابع للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية الذي تنظمه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في الفترة 3-4 أكتوبر 2004، مملكة البحرين.
198. عبد السلام، عقون وكمال، رزيق، "الأزمة المالية الراهنة جذورها وأسماها وحلولها إسلامية"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
199. عبد القادر، زيتوني، "التصكيك الإسلامي ودوره في الرفع من كفاءة الأوعية المصرفية في تعبئة مدخرات القطاع العائلي في الجزائر" مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية حول: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
200. عبد القادر، زيتوني، "التصكيك الإسلامي، ركب المصرفية الإسلامية في ظل الأزمة العالمية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان-الأردن، 1-2- ديسمبر 2010.
201. عبد الكريم أحمد، قندوز، "الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي"، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولية الرابع اتجاهات عالمية "الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي" جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
202. عبد الله علي، الصيفي، "التأمين على الودائع المصرفية في البنوك الإسلامية"، مؤتمر التأمين التعاوني أبعاده وآفاقه وموقف الشريعة الإسلامية منه بالتعاون بين الجامعة الأردنية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي

- المنظمة الإسلامية للتربية والعلوم والثقافة (إيسيسكو)، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 26-28 ربيع الثاني 1431هـ الموافق 11-13 أبريل 2010م.
203. عجيل جاسم، النشمي، "التوريق والتصكيك وتطبيقاتها"، مجمع الفقه الإسلامي، الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
204. عدنان محمد يوسف، رابعة، "صكوك الاستصناع ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية"، بحث مقدم لمؤتمر الصكوك الإسلامية وأدوات التمويل الإسلامي 2013، منظم من قبل قسم الاقتصاد والمصارف الإسلامية، جامعة اليرموك، اربد، الأردن، خلال الفترة 12-13 تشرين الثاني 2013.
205. علي بن الضب و ف، بن ناصر، "سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق الإسلامية والتقليدية-دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997-2010" مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول في: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية-الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
206. علي محي الدين القرّة، داغي، "بيع الصكوك لحاملها-دراسة فقهية اقتصادية"، ورقة مقدمة إلى ندوة مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة المنعقدة بفندق برك حياة، جدة، يومي الثلاثاء والأربعاء 13-14/12/2011.
207. عماري، صليحة وسعدان، آسيا، "الصكوك الإسلامية: تطوراتها وآليات إدارة مخاطرها"، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، الجزائر يومي: 8 و9 ديسمبر 2013.
208. فؤاد محمد أحمد، محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، ملخص دراسة للحصول على درجة الدكتوراه من الأكاديمية العربية للعلوم المصرفية، مجمع الفقه الإسلامي الدولي الدورة التاسعة عشر، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، دون سنة نشر.
209. فتح الرحمن علي محمد، صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة عمل مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية-بيروت، الجمهورية اللبنانية، يوليو 2008.
210. فتح الرحمن علي محمد، صالح، "إدارة مخاطر الصكوك الإسلامية بالإشارة للحالة السودانية"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، النسخة الرابعة، تحت عنوان: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، أبريل 5-6 أبريل 2012.

211. كما توفيق، خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى "مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 03 يونيو 2009م.
212. كمال توفيق، خطاب، "الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 مايو - 3 يونيو 2009.
213. كمال توفيق، خطاب، "نحو سوق مالية إسلامية"، مداخلة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي الذي تنظمه كلية الشريعة، جامعة أم القرى مكة المكرمة مارس 2003 .
214. لعلو، بوخاري ووليد، عايب، "آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على سوق الصكوك الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الوقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي - غرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.
215. محمد زياد سلامة، البخيت، "السوق المالي الإسلامي: صمام أمان لأزمات المستقبل المالية"، بحث مقدم إلى مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، "الأزمة المالية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي جامعة الكويت، 15-16 ديسمبر 2010.
216. محمد عبد الحليم، عمر، "الأدوات المالية الإسلامية للتمويل الحكومي"، ورقة مقدمة إلى ندوة الصناعة المالية الإسلامية التي يعقدها: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - التابع للبنك الإسلامي للتنمية بجدة، بالإسكندرية، في الفترة 15-18 أكتوبر 2000.
217. محمد علي، القري، "أحكام ضمان الصكوك وعوائدها"، ورقة مقدمة إلى ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقوم)، المنعقدة في رحاب جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 24-25 مايو 2010م.
218. محمد علي، سميران، "وجهة نظر حول المصارف الإسلامية (المشاكل والمعوقات والطموحات والرؤية المستقبلية)"، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية والمنعقد في المعهد العالي للدراسات الإسلامية/ جامعة آل البيت، الفترة 5-6/4/2011.
219. محمد عمر، جاسر، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان: الواقع... وتحديات المستقبل، صنعاء-الجمهورية العربية اليمنية، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010.

220. محمد كريم، قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية" مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي، غرداية، يومي 23 و 24 فيفري 2011.
221. محمد نور الدين ، غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، بحث مقدم لندوة الصكوك الإسلامية – التجربة الماليزية، مركز الملك فهد للمؤتمرات، الفندق العقاري بالرياض- السعودية، 25 أكتوبر 2008.
222. محمد، البلتاجي، "صكوك الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة"، ندوة "الصكوك الإسلامية وسبل تطبيقها في مصر"، جامعة الأزهر، يوم 14 مارس 2012.
223. معطى الله، خير الدين وشرياق، رفيق، "الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية" الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامية، جامعة قلمة يومي 03 و 04 ديسمبر 2012.
224. مفتاح، صالح، "إدارة المخاطرة في المصارف الإسلامية"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية جامعة فرحات عباس-سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009.
225. منذر ، قحف، "سندات الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل"، ورقة مقدمة للندوة الفقهية الخامسة لبيت التمويل الكويتي، الكويت 2-4 تشرين الثاني (نوفمبر) 1998.
226. —، —، "الإجارة المنتهية بالتمكليك وصكوك الأعيان المؤجرة"، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشر المنعقدة في مدينة الرياض 21 إلى 27 سبتمبر 2000.
227. —، —، "الإجارة المنتهية بالتمليك وصكوك الأعيان المؤجرة"، بحث قدم في دورة مجمع الفقه الإسلامي الدولي الثانية عشرة المنعقدة في مدينة الرياض، 21 إلى 27 سبتمبر 2000.
228. نصر فريد محمد، واصل، "أسس ومبادئ النظام المالي والاقتصادي في التشريع الإسلامي"، أبحاث ووقائع المؤتمر العلمي الثاني والعشرون، المجلس الأعلى للشؤون الإسلامية، دون بلد نشر، دون سنة نشر.
229. نور الدين، أنجدمون، "تطوير الصكوك في ماليزيا"، مركز الملك فهد للمؤتمرات بالرياض، 25 أكتوبر 2008.
230. هزرشي، طارق ولباز، الأمين، "دراسة مقارنة لتمويل عجز الموازنة العامة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع والرهانات المستقبلية، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23-24 فيفري 2011.

231. هشام، جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية في الفترة من 08-09 مايو 2005.

232. هناء محمد هلال، الحنيطي، "دور الهندسة المالية في معالجة الأزمات المالية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي حول: "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، عمان-الأردن 1-2 كانون الأول/ديسمبر 2010.

233. وليد مصطفى، شاويش، "الربا في الصكوك والسندات الممثلة للنقود والديون"، ورقة مقدمة إلى ندوة مستجدات الفكر الإسلامي الحادية عشرة، الاجتهاد بتحقيق المناط (فقه الواقع والمتوقع)، وزارة الأوقاف الكويتية، الكويت، 18-20/02/2013.

د- الرسائل والأطروحات الجامعية:

234. أحمد عبد العفو، مصطفى العليات، "الرقابة الشرعية على أعمال المصارف الإسلامية"، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في الفقه والتشريع بكلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس-فلسطين، 1427هـ/2006م.

235. أحمد، بلخير، "عقد الاستصناع وتطبيقاته المعاصرة: دراسة حالة البنك الإسلامي للتنمية"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2007-2008.

236. أسامة عبد الحليم، الجورية، "صكوك الاستثمار ودورها التنموي في الاقتصاد"، بحث لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، معهد الدعوة الجامعي للدراسات الإسلامية، دون بلد نشر، 2009.

237. أسماء مصطفى أحمد، شاوش، "الأجل وأثره في بيع السلع في السوق المالي"، رسالة ماجستير في الفقه وأصوله، الجامعة الأردنية، كلية الدراسات العليا، 2007.

238. بن الضيف، محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل جامعة بسكرة، 2007/2008.

239. بن شيخ، عبد الرحمن، "اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد-دراسة حالة الجزائر-"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2008/2009.

240. بن عزوز، عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية-مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2012.

241. بوكساني، رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
242. حكيم ، براضية، "التصكيك ودوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير تخصص: محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2010.
243. حيدر يونس كاظم، الموسوي، "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)"، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2009.
244. خالد محمد، نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.
245. خالد، بوخلخال، "دور الهندسة المالية في إدارة المخاطر المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر، 2011-2012.
246. دارين وشاح، وشاح، "دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية" مذكر مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة فلسطين 2009.
247. ربيعة، بن زيد، "الصكوك الإسلامية وإدارة مخاطرها دراسة تقييمية لحالة الصكوك السودانية المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة (2005-2010)"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعه قاصدي مرباح- ورقلة، 2011-2012.
248. سامي يوسف كمال، محمد، "الإفصاح المحاسبي عن الصكوك المالية الإسلامية وأثره على ترويجها" مقترح بحث للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، قسم المحاسبة دون بلد نشر، 2001.
249. سعيدة، حرفوش، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق ماليزيا"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة المدية 2009/2008.
250. سليمان، ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2004-2005.

251. عادل، طلبة، "دور الإفصاح بالقوائم المالية في تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب، البليدة، مارس 2010.
252. عبد الكريم، قندوز، "صناعة الهندسة المالية بالمؤسسات المالية الإسلامية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر 2006-2007.
253. عبد الله علي، عجبنا فضل، "محددات إصدار صكوك الاستثمار الإسلامية من قبل منظمات الأعمال: دراسة حالة التجربة السودانية 1998م-2011م"، بحث مقدم للحصول على درجة الدكتوراه في إدارة الأعمال، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلي الدراسات العليا، يونيو 2012.
254. علام، عبد النور، "دور صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام- دراسة مقارنة بين التجربة الماليزية والتجربة الخليجية لصناعة الصكوك الإسلامية"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إطار مدرسة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: الاقتصاد الدولي للتنمية المستدامة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2011/2012.
255. فاطمة الزهراء، سبع، "آفاق التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008م: الفرص والتحديات، مع الإشارة إلى نموذج ماليزيا" مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص: نقود، مالية وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عمار ثلجي بالأغواط 2012/2013.
256. فريد أحمد عبد الحافظ، غنام، "إطار مقترح لإعداد وتطبيق موازنة البرامج والأداء في فلسطين" رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة، 1427هـ-2006م.
257. محمد يوسف عارف الحاج، محمد، "عقد الإجارة المنتهية بالتمليك من التطبيقات المعاصرة لعقد الإجارة في الفقه الإسلامي"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الفقه والتشريع، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس-فلسطين، 2004.
258. محمد، غزال، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2012/2013.

259. مصباح أسامة علي، شراب، "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية-دراسة تطبيقية-"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية-غزة، فلسطين، 2006.
260. مكرم محمد صلاح الدين، مبيض، "الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك وفق المعيار المحاسبي الإسلامي رقم 8 بالمقارنة مع المعيار المحاسبي الدولي رقم 17" دراسة تطبيقية في المصارف الإسلامية"، رسالة قدمت لنيل درجة الماجستير في المحاسبة، دون بلد نشر، 2010.
261. مهند ممدوح، أبو شعبان، "مقترح فتح نافذة إسلامية في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 1431هـ -2010م.
262. نادية، العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2012-2013.
263. نبيل، خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية-غزة، 2007.
264. نصابة، مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال -تجربة ماليزيا أنموذجا"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2012-2013.
- هـ- محاضرات:
265. مبارك بن سليمان، آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، (جامعة الملك عبد العزيز، جدة-السعودية، 2010)
266. مفتاح، صالح، المالية الدولية، (مطبوعة لطلبة السنة الرابعة ليسانس، تخصص: مالية، نقود وبنوك جامعة بسكرة، 2006/2005).
- 2- اللغة الأجنبية:

➤ **Books:**

267. p. Conso, la Question financière de l'entreprise, (dunod, France, 1989) tome2, 7^{eme} édition.
268. Patat Jean pierre, Monnaie, Institution financières et politique monétaire (Economica paris, 1987), 4^{eme} édition
269. Frédéric, Mishkin et autres, Monnaie, banque et marchés financiers (pearson Education France, 2007), 8^e Edition.

➤ **Conferences and seminar papers :**

270. Akhtar zaite, Abdul Aziz, "capital market Islamic framework: Malaysian Experience " conference of securities markets of bourse; prospects & challenges, U.A.E University, 15-17 may 2007.
271. Md Nurdin, Ngadimon, "Howsukuk works : Introduction, structuring and its evaluation", International conference on sukuk and Islamic financing instrument, yarmuk university, Irbid, Jordan ,12-13 November 2013.

➤ **Journals and articles:**

272. Mohd.Edil Abd Sukor, Rusnah, Mohamad, and Alwin Yogaswara Gunawa "Malaysian sukuk: Issues in Accounting Standard", shariah journal, Vol16 N°1, 2008.
273. FAMA.E.T, "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical work" journal of finance, (may, 1970).

➤ **Pamphlets:**

274. Bank Negara Malaysia, "SHARIAH Resolution in Islamic in finance, second Edition " october 2010,.
275. Moody's investors service, "Global sukuk issuance: 2008 Slowdown Mainly due to credit crisis, But some Impact from Shari'ah Compliance Issues" Special Report, 21 January 2009,
276. Securities commission Malaysia, Guidelines on sukuk, 8 January 2014.
277. Securities Commission Malaysia "Islamic Securities Guidelines (Sukuk Guidelines) " revised: 12 July 2011.
278. securities commission Malaysia, "Guidelines on the offering Islamic securities ", Took effect from 26 July 2004.
279. Thomson Reuters, Islamic Finance Gateway, Thomson Reuters Zawaya sukuk perceptions and Forecast study 2014.
280. Thomson Reuters, Islamic Finance Gateway, Thomson Reuters Zawaya sukuk perceptions and Forecast study 2013.
- **THESES:**
281. Ali Arslan, Tariq, "Managnig Financial Risks of Sukuk Structures" Adissertation Submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Mastres of science at loughborough university, UK, September 2004.

➤ **Annual Reports:**

282. Bank Negara Malaysia, annual report 2004.
283. Bursa Malaysia, Annual reports, (2004, P:6), (2005, P:52), (2007, P:6), (2009, P:8) (2012, P:13), (2013, P:12).
284. Securities commission Malaysia, Annual Reports: ,2001 ,2002 ,2003 ,2004, 2005, 2006 2007,2008,2009,2010,2011,2012.2013,

➤ **Websites :**

285. يوسف الشبيلي، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الرابط:

<http://www.shubily.com/books/asohomandsandat.pdf>

تاريخ الاطلاع يوم: 2013/04/03.

286. أبوزر محمد أحمد، الجلي، "الهندسة المالية: الأسس العامة والأبعاد للتمويل الإسلامي"، على الرابط:
<http://islamfin.go-forum.net/t2175-topic> تاريخ الاطلاع: 2014-01-05
287. فتح الرحمن علي محمد، صالح، "أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية الإسلامية"،
 مجلة المصرفي، العدد 26، على الرابط:
http://www.bankofsudan.org/arabic/period/masrafi/vol_26/islamic.htm
 تاريخ الاطلاع: 201401-03
288. أحمد السيد، كردي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصيرفة الإسلامية"، على الرابط:
<http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/topics/75194/posts?page=2#>
<http://kenanaonline.com/users/ahmedkordy/posts/157308>، تاريخ الاطلاع: 2014-01-03
289. زايددي، عبد السلام، "الهندسة المالية (**Financial engineering**) مدخل لتطوير
 الصناعة المالية الإسلامية"، على الرابط:
https://www.academia.edu/241156/_financial_engineering_
 تاريخ الاطلاع: 2014-01-07
290. الفكر الهندسي المالي الإسلامي، على الرابط:
<http://albaitalkuwaiti.wordpress.com/2009/08/07/%D8%A7%D9%84%D9%81%D9%83%D8%B1%D8%A7%D9%84%D9%87%D9%86%D8%AF%D8%B3%D9%8A%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A7%D9%84%D8%A7%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A/>
 تاريخ الاطلاع: 2014-01-03
291. عبد الله بن محمد، العمراني ومحمد بن إبراهيم، السحبياني، "التصكيك في الأسواق المالية الإسلامية:
 حالة صكوك الإجارة"، 1434، على الرابط
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2276122
 تاريخ الاطلاع: 2013-08-09
292. عبد الله بن محمد، الرزين، "كفاءة الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مقال على الرابط:
<http://iefpedia.com/arab> تاريخ الاطلاع 2014-04-16

293. رائد نصري، أبو مؤنس وخديجة، شوشان "الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية"، بحث مقدم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي، دون بلد نشر، دون سنة نشر، على الرابط:

<http://9icief.sesric.org/presentations/Day1/Session16/299%20KHAD%C4%B0DJA%20CHOUCHANE%20-%20The%20technical%20and%20professional%20conditions.doc>

تاريخ الإطلاع: 2014-05-07

294. الرابط: <http://www.startimes.com/?t=18578660>

تاريخ الاطلاع 2014-04-05

295. **chapter 5 :financial system of Malaysia**, on line:

http://www.kpmg.com.my/kpmg/publications/tax/I_M/Chapter5.pdf

in:07-05-2014.

296. نورين، بومدين، "منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية"، بحث منشور في مجلة على الرابط: <http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=74106>

تاريخ الاطلاع: 2014-04-14.

297. محمد أكرم، لال الدين، "النظام القانوني لإصدار الأوراق المالية في ماليزيا" على الرابط:

<http://www.kantakji.com/media/7333/b130.pdf>

تاريخ الإطلاع: 2014-05-07.

298. wan razazila wan, abdallah and others,"**the evolution of the Islamic capital market in malaysia**", Lincoln university, new Zealand, available at:

http://www.victoria.ac.nz/sacl/about/events/pastevents2/pastconferences/6ahic/publications/6AHIC-75_FINAL_paper.pdf, in 05-04-2014.

299. Bursa Malaysia , "**Islamic capital market**", available at:

www.klse.com.my/website/bm/products_and_services/islamic_capital_market/ in :10-06-2013.

300. Muhammad_al bachir, Muhammad al_Amine, " **The Islamic bonds Market : Possibilities and challenges**" international journal of Islamic financial services Vol .3 N° 1, available at:

<http://www.kantakji.com/media/8015/m171.pdf>, in:13-05-2014

301. Ahmad Ibrahim, "**Applied Shari'ah in Financial Transaction**"

Available at:

<http://www.4shared-china.com/get/x1rYiMOX/applied-shariah-in-financial-t.html>, In:13-05-2014.

302. عبد الحافظ، الصاوي، "قراءة في تجربة ماليزيا التنموية"، مجلة الوعي الإسلامي، العدد رقم 451 الشهر 5 السنة 3، دولة الكويت، على الرابط:

www.kantakji.com/fiqh/Files/Economics/ec-5.doc

تاريخ الاطلاع: 2014-05-07

303. الاستثمار في ماليزيا، على الرابط:

www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=invest-in-malaysia

تاريخ الاطلاع: 2014-05-15.

304. نظام البنوك في ماليزيا، على الرابط:

<http://www.mida.gov.my/arabic2/index.php?page=banking-system>

تاريخ الاطلاع: 2014-05-17.

305. سوق المال الإسلامي بين المصارف، على الرابط:

<http://iimm.bnm.gov.my/index.php?ch=4&pg=4&ac=98>

تاريخ الإطلاع: 2013-06-10.



فهرس الجداول

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	مقارنة بين الأسهم والسندات	01
84	المقارنة بين الصكوك الشرعية والسندات الربوية	02
203	تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	03
208	صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	04
211	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	05
215	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	06
220	تطور إصدار صكوك البيع بثمان آجل/مراجعة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	07
223	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	08
227	تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2013)	09
236	المشاريع الاقتصادية الممولة بإصدارات الصكوك في ماليزيا خلال الفترة (جانفي 1996 إلى غاية سبتمبر 2012)	10
240	المؤسسات المالية والبنوك في ماليزيا نهاية سبتمبر 2008	11
243	تطور إصدار الصكوك مقارنة مع السندات في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	12
249	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية إلى العدد الإجمالي للشركات المدرجة في البورصة الماليزية للفترة (2001-2013)	13
250	تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة (2001-2013)	14
252	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013)	15
253	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	16
255	حجم إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول للفترة (2007-2009)	17
258	عدد الشركات المدرجة في السوق الماليزية للفترة (2007-2009)	18
259	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الإسلامية مقارنة بالسوق الربوية في ماليزيا للفترة (2007-2009)	19
260	مقارنة إصدارات الصكوك والسندات مع مجموع الأوراق المالية المصدرة في ماليزيا للفترة (2007-2009)	20

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	مكونات (أقسام) الأسواق المالية	01
29	أنواع الأسهم	02
33	مختلف أنواع السندات	03
54	فلسفة الهندسة المالية	04
56	تحديات الهندسة المالية	05
63	أسس الهندسة المالية الإسلامية ومحدداتها	06
74	مثال لعملية تصكيك القروض	07
87	نموذج تنظيم عملية صكوك المضاربة	08
90	نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة	09
91	نموذج تنظيم عملية صكوك المشاركة بين المستثمرين	10
94	هيكل صكوك السلم	11
97	إجراءات وآليات إصدار صكوك الاستصناع	12
99	تنظيم عملية صكوك المراجعة	13
101	نموذج تنظيم عملية صكوك الإجارة	14
134	أهداف البنك الاسلامي	15
184	مبادئ سوق رأس المال الماليزي	16
203	تطور الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	17
208	تطور صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	18
211	آلية إصدار صكوك المضاربة في التجربة الماليزية	19
212	تطور إصدار صكوك المضاربة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	20
214	آلية إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا	21
215	تطور إصدار صكوك المشاركة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	22
217	آلية إصدار صكوك الوكالة بالاستثمار في ماليزيا	23

219	آلية التصكيك في إصدار صكوك المراجعة /بيع بضمن آجل في ماليزيا	24
220	تطور إصدار صكوك البيع بضمن آجل/ مراجعة في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	25
222	آلية إصدار صكوك الاستصناع في التجربة الماليزية	26
223	تطور إصدار صكوك الاستصناع في ماليزيا خلال الفترة (2001-2013)	27
225	آلية إصدار صكوك الإجارة الدولية في ماليزيا	28
226	آلية إصدار صكوك الإجارة المحلية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	29
227	تطور إصدار صكوك الإجارة المحلية في ماليزيا خلال الفترة (2001 - 2013)	30
237	إصدارات الصكوك في ماليزيا لتمويل المشاريع الاقتصادية خلال الفترة (1996 إلى سبتمبر 2012)	31
242	تطور الإصدارات الاستثمارية الحكومية للفترة(2001-2008)	32
249	تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة(2001-2013)	33
251	تطور رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للفترة (2001-2013)	34
252	تطور مؤشر قيمة الصكوك المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013)	35
254	تطور مؤشر معدل دوران الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي للفترة (2001-2013)	36
257	هيكل وعدد إصدار الصكوك على المستوى الدولي للفترة (2007-2008)	37