



# الموضوع

دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي  
-دراسة حالة ماليزيا-

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود مالية

الأستاذ المشرف:

\*جعفر صليح

إعداد الطلبة:

■ دهنون حنان

السنة الجامعية: 2016-2017

# الأهل

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب  
اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك  
إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين  
"سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم"

اهدي ثمرة جهدي

إلى من كلله الله بالهبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى  
من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان  
قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد  
وإلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان و التفاني .. إلى  
بسمة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى

أمي الحبيبة

إلى من رافقتني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعها سرت الدرب خطوة  
تزال ترافقتني حتى الآن .. إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي .. للأبد .. بخطوة  
توؤم روعي حبيبة الى من سانديني دائما رفيقات دربي نزيهة وكريمة وسعيدة

إلى اخوتي وسندي في هذا الزمان

الى اخي فيصل واستاذي الفاضل قاسم

# شكر و عرفان

ان الحمد لله أولا صاحب المنة و النعمة وفقنا لانجاز هذا العمل

راجينا ان يتقبله قبولاً حسناً و ينفعنا و غيرنا به

"كن عالماً .. فإن لم تستطع فكن متعلماً ، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم

تستطع فلا تبغضهم"

بعد رحلة بحث و جهد و اجتهاد تكلفت بإنجاز هذا البحث ، نحمد الله عز وجل

على نعمه التي من بها علينا فهو العلي القدير ، كما لا يسعنا إلا أن نخص بأسمى

عبارات الشكر و التقدير الأستاذة جعفر صليحة على ما قدمته لنا من جهد و نصح و معرفة طيلة انجاز هذا البحث

حيث رافقتنا بتقديم النصائح بوجه بشوش وبتسامه دائمة

كما نتقدم بالشكر الجزيل لكل من أسهم في تقديم يد العون لإنجاز هذا

إلى من زرعوا التفاؤل في درينا وقدموا لنا المساعدات والتسهيلات

والمعلومات ، فلهم منا كل الشكر والتقدير و أخص منهم الأستاذة كريمة ونزيهة " اللتان أسهمتتا بشكل وفير في

تشجيعي أثناء انجاز البحث .

كما اتقدم بالشكر الى كل من ساندني وقدم لي يد المساعدة

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تقييم دور الصكوك الاسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالي الاسلامي الذي يحتل مكانة ذات اهمية كبيرة في الاسواق المالية، حيث يعتبر فرصة مهمة للمستثمرين المسلمين لتمويل مشاريعهم من خلال تقديمه للبديل الشرعي للادوات المالية الغير مشروعة كما تناولت الدراسة التجربة الماليزية للصيرفة المالية الاسلامية باعتبارها نموذجا يحتذى به

وقد خلصت الدراسة الى ان الصكوك الاسلامية تعتبر وسيلة فعالة لتحقيق اهداف المستثمرين المسلمين ومواجهة الازمات المالية وان السوق المالي الاسلامي الماليزي يحتل مكانة مهمة في الاسواق من خلال تقديمه للبديل الشرعي للادوات المالية المحرمة شرعا حيث كان للجنة الرقابة الشرعية دور بالغ الاهمية في تنظيم السوق المالي الماليزي وتطويره

## الكلمات المفتاحية

الصكوك الاسلامية، تفعيل ، السوق المالي الإسلامي، ماليزيا، هيئة الرقابة الشرعية

## **Abstract:**

*The aim of this study is to assess the role of Islamic sukuk in activating and developing the Islamic Financial market, which is of great importance in the Financial markets, which is an importance opportunity For Muslum investors to Finance their projects by providing the legitimate alternative to illegal Financial instruments, the study also examined the Mlaysiaian experience of Islamic Financial banking as a model to law*

*The study concluded that Islamic sukuk is an effective means to achieve the objectives of Muslim investros and to face financial crises, the Malaysian Islamic Financial market occupies an important position in the markets by offering the legitimate alternative of legally prohibited financial instruments, the Shariah Supervisory Committee has a very important role in regulating and developing the Malaysian financial merket*

## **Keys world**

**Islamic sukuk\_ Activation- Islamic Market Mlaysia \_ Malaysia– Shariah**

**Supervisory Committee**

الفهرس العام

35-08.....	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للصكوك الإسلامية.
10.....	المبحث الأول: مدخل للصكوك الإسلامية.
10.....	المطلب الأول: نشأة الصكوك الإسلامية.
11.....	المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الإسلامية.
12.....	المطلب الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية.
17.....	المطلب الرابع: خصائص الصكوك الإسلامية.
19.....	المبحث الثاني: أطراف الصكوك الإسلامية وآليات إصدارها.
19.....	المطلب الأول: أطراف الصكوك الإسلامية.
23.....	المطلب الثاني: الضمانات المقدمة لحملة الصكوك.
27.....	المبحث الثالث: عيوب ومنافع الصكوك الإسلامية ومخاطرها.
27.....	المطلب الأول: عيوب الصكوك الإسلامية.
29.....	المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الإسلامية.
33.....	المبحث الرابع: الأسس التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية وأهميتها.
33.....	المطلب الأول: الأسس التي تقوم عليها الصكوك الإسلامية.
34.....	المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامي.
63-36.....	الفصل الثاني: الإطار النظري السوق المالي الإسلامي.
38.....	المبحث الأول: ماهية السوق المالي الإسلامي.
38.....	المطلب الأول: نشأة السوق المالي الإسلامي.

39.....	المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي الإسلامي.....
40.....	المطلب الثالث: مكونات السوق المالي الإسلامي.....
41.....	المطلب الرابع: خصائص السوق المالي الإسلامي.....
44.....	المبحث الثاني: الشروط اللازمة لقيام السوق المالي الإسلامي.....
44.....	المطلب الأول: الشروط اللازمة لقيام السوق المالي الإسلامي.....
47.....	المطلب الثاني: أهمية السوق المالي الإسلامي.....
50.....	المطلب الثالث: أهداف السوق المالي الإسلامي.....
51.....	المطلب الرابع: التحديات والمعوقات التي تواجه السوق المالي الإسلامي.....
53.....	المبحث الثالث: مقومات السوق المالي الإسلامي و وظائفه.....
53.....	المطلب الأول: مبادئ السوق المالي الإسلامي ومقوماته.....
56.....	المطلب الثاني: وظائف السوق المالي الإسلامي.....
58.....	المطلب الثالث: أدوات السوق المالي الإسلامي.....
59.....	المبحث الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي.....
59.....	المطلب الأول: أهمية ادراج الصكوك الإسلامية في تنشيط وضعية السوق المالي الإسلامي.....
61.....	المطلب الثاني: رؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية.....
93-64.....	الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي.....
66.....	المبحث الأول: أساسيات حول السوق المالي الماليزي.....
66.....	المطلب الأول: نشأة ومفهوم السوق المالي الماليزي.....
68.....	المطلب الثاني: مكونات السوق المالي الماليزي.....
70.....	المطلب الثالث: الأدوات التبادلة في السوق المالي الماليزي.....
73.....	المطلب الرابع: عوامل نجاح السوق المالي الماليزي و أهدافه.....

المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي خلال الفترة ( 2001-2013).....75

المطلب الأول: حجم اصدار الصكوك في السوق .....75

المطلب الثاني: حجم اصدار الصكوك بحسب النوع.....78

المطلب الثالث: اصدار الصكوك حسب اهم الدول و الجهات المصدرة لها.....80

المطلب الرابع: حجم اصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومعدل رسملتها.....86

المبحث الثالث: دور هيئات الرقابة الشرعية في تنشيط السوق المالي الماليزي .....88

المطلب الأول: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية.....88

المطلب الثاني: دور الرقابة الشرعية في سوق راس المال الاسلامي في ماليزيا.....92

فهرس الجداول

الرقم	الموضوع	الصفحة
01	تطور حجم اصدار الصكوك الاسلامية خلال الفترة ( 2001-2013 )	76
02	الصكوك المصدرة والمدرجة في ماليزيا خلال الفترة	79

	( 2011-2012 )	
86	تطور نسب الصكوك الإسلامية خلال الفترة ( 2005-2013 )	03
87	رسملة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي خلال الفترة ( 2005- 2013 )	04

فهرس الأشكال

الصفحة	الموضوع	الرقم
82	عدد وحجم الصكوك المدرجة خلال الفترة ( 2001-2012 )	01
83	توزيع الصكوك المصدرة في الدول سنة 2010	02
84	توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها وقيمتها في الأسواق المالية خلال سنة 2012	03



## المقدمة

شهدت السنوات الاخيرة تطورات سريعة و متلاحقه في مجال تقديم الخدمات و الانشطة المصرفية و المالية و تنوع واستمرار تحدياتها وهذا ما ادى بالمصارف الاسلامية الى ضرورة تطوير وابتكار ادوات مالية اسلامية تعرف بالصكوك الاسلامية حيث يعتبر الصكوك المبنية على أحكام الشريعة الاسلامية من اهم أهداف العمل المصرفي ومن أنفع الآليات لإدارة السيولة ومن أعظم الوسائل المفضلة لتنمية الاقتصاد الاسلامي خاصة في ظل الطلب المتزايد على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمار الاخلاقي المتوافق مع أحكام الشريعة الاسلامية فالصكوك الاسلامية اداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات الراسمالية التقليدية بهدف تجنب الفائدة الربوية وعليه فهي لاتخرج عن نطاق كونها أوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصص شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح ويتم إصدارها وفقا لظوابط متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية.

وتعتبر السوق المالية الاسلامية فرصة هامة لكل مستثمر مسلم في تسمح له بالتعامل في هذه السوق بدلا من حرمانه من فوائدها ومميزاتها فيمكن لاصحاب الاموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الادوات الاقوى و الاكثر نجاحا ومشروعية، كما تمثل محطة هامة لاعادة تنقية الاموال واستثمارها في المشاريع الحلال مما يؤدي الى زيادة النمو الاقتصادي من خلال انتاج الطيبات في المجتمع، وتعتبر ماليزيا من احسن النماذج الاسلامية في سعيها لتطوير الادوات المالية الاسلامية وتفعيل السوق المالي الاسلامي من خلال الاستثمار في الادوات المالية التي تتوافق مع احكام الشريعة الاسلامية وانطلاقا مما سبق نقدم بحثنا والذي يهدف الى دراسة الدور الذي تؤديه الصكوك الاسلامية في تطوير السوق المالي الاسلامي وذلك من خلال الاجابة على الإشكالية الرئيسية التالية:

كيف يمكن للصكوك الإسلامية ان تساهم في تفعيل السوق المالي الإسلامي؟

ويندرج تحت هذا السؤال الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل تتعرض الصكوك الإسلامية الى مخاطر؟
2. فيما تتمثل ابرز التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي؟
3. هل يمكن اعتبار الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي مشروعة ؟
4. هل ساهمت الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي؟

**الفرضيات:**

**الفرضية الرئيسية:** تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي من خلال تقديمها للبديل الشرعي في التعاملات المالية بعيدا عن المعاملات الربوية وعلى ضوء العرض السابق لمشكلة البحث يمكن عرض الفرضيات التالية:

1. لا تتعرض الصكوك الإسلامية الى مخاطر
2. تتمثل ابرز التحديات التي تواجه السوق المالي الإسلامي غياب الخبرات الفنية الكاملة للمحليين الماليين للأسواق و وجود اختلافات فقهية
3. نعم يمكن اعتبار الادوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي مشروعة
4. لم تساهم الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

**أهداف الدراسة:** تهدف الدراسة الى

- التعريف بالصكوك الإسلامية و أهميتها واحكامها الشرعية
- ابراز اهمية ومكانة السوق المالي الإسلامي من خلال تقديمه للبديل الشرعي للادوات التقليدية الربوية
- التعرف على مختلف الادوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي

- توضيح دور ومساهمة الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي
- توضيح دور هيئة الرقابة الشرعية في السوق المالي الماليزي

## منهج الدراسة:

لغرض توضيح وابرار دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي فقد اتبعنا منهاج و صفياف في الفصل الاول و الثاني من خلال التطرق الى مفاهيم الصكوك الإسلامية وانواعها وكذا اهميتها بالإضافة إلى احكامها الشرعية والمبادئ الأساسية للسوق المالي الإسلامي والتحديات و المعيقات التي تواجهه اما المنهج التحليلي فتم استخدامه في الفصل الثالث من خلال التطرق للتجربة الماليزية ومحاولة عرض وتقييم الادوات المالية المتداولة في السوق المالي الماليزي وتطور الصكوك المصدرة والمدرجة فيه

## محددات الدراسة

تم اختيار التجربة الماليزية في الجانب التطبيقي لتكون مجتمعا للدراسة خلال الفترة ( 2001-2013 ) كونها اشهر تجربة في مجال الصيرفة الإسلامية مقارنة بالتجارب الأخرى على غرار السودان والبحرين كما انها تعد مثالا يحتذى به في مجال الاقتصاد الإسلامي

## هيكل الدراسة:

لكي نحقق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة ونجيب على اشكالية البحث و الأسئلة المتفرعة تم تقسيم هذه الدراسة الى ثلاثة فصول رئيسية تسبقها مقدمة عامة و تليها خاتمة شاملة ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول كمايلي:









## الفصل الأول:

# الإطار المفاهيمي للصكوك

## الإسلامية



تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة محليا ودوليا بالخدمات المصرفية وخاصة منها الصكوك الإسلامية التي كثر الحديث عنها، لمواكبة التطور التكنولوجي و مسايرة الادوات الاستثمارية المالية الحديثة السهلة التداول ، حيث تكتسب الصكوك الإسلامية أهمية بالغة في هذه المرحلة من التطور المصرفي وذلك لما تقدمه من ميزات مالية واستثمارية فريدة، وهي تسد الحاجة لمجموعة متكاملة من الادوات المالية ذات المخاطر المتنوعة ، وقد عرفت مؤخرا في العديد من الدول و لم يقتصر ذلك على الدول العربية و الإسلامية القوية فحسب بل تعدى الى الدول الغربية التداول بالصكوك الإسلامية. حيث تمثل الصكوك الإسلامية واحدة من افضل ما ابتكرته صناعة الهندسة المالية الإسلامية بالنظر الى ماتم تحقيقه باستخدام هذه الاداء، وذلك نظرا لما عرفته في السنوات الاخيرة من تطور مشهود لصناعة الصكوك الإسلامية.

### المبحث الأول: مدخل للصكوك الإسلامية

لقد كان من آثار الصحوة الإسلامية المعاصرة قيام مجموعة من المؤسسات المالية و الاقتصادية باعتماد الصيغ و الاساليب اللازمة للقيام باعمالها وفقا للشريعة الإسلامية ولما كان للسوق المالية من مكانة بالغة الأهمية في عالم المال و الاقتصاد، وقامت بعض الدول الإسلامية بإنشاء اسواق مالية بطوابط إسلامية تحكمها وفقا لقواعد شرعية تهذب ادوارها و عملياتها، وكان نتيجة للاندماج بين التطور و الحدائة الاقتصادية من جهة و بين الشريعة الإسلامية من جهة اخرى بذرة جديدة في عالم الاسواق المالية هي سوق الاوراق المالية الإسلامية<sup>1</sup>

### المطلب الأول: نشأة الصكوك الإسلامية

بدأت صناعة التعامل بالاوراق المالية الإسلامية الى تاريخ ظهور فكرة اسلمة الاوراق المالية الإسلامية و وضعها في قالب اسلامي بطوابط شرعية وفقا لاسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن محمود بمناسبة قيامه باعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الاردني الذي صدر بالاردن بموجب القانون رقم 13 سنة 1978، ثم تبني فكرة اصدار قانون خاص لسندات المقارضة لاعمار الاملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم 10 لسنة 1981 ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة في تمويل بناء جسر معلق سنة 1984، الى ان جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية وذلك خلال طرح فكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984، ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة انشاء سوق راس المال الإسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكتملة للسوق الاولية التي بدأت تظهر بوادرها في اصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض انواع الصكوك و الشهادات، و بقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات و ادوات يتعامل بها في الاسواق الوضعية، و قد سعت مجموعة من الدول الى انشاء هذه السوق و على سبيل المثال فقد انشئ سوق راس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994، اضافة الى محاولة تحويل بعض الاسواق المالية في الدول العربية الى اسواق مالية إسلامية و في هذا الاطار و تماشيا مع هذا الاتجاه جاءت خطوة ادارة سوق دبي المالي باعلانها عن البدء في اجراءات تحويل سوق دبي المالي الى سوق مالي إسلامي عالمي بعدما حصلت اخيرا على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صالح مفتاح ، مونية سلطان ، "الادوات المالية الإسلامية المستخدمة في سوق الاوراق المالية الإسلامية" ( دراسة حالة سوق ماليزيا )، اجات اقتصادية وادارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، ع: 13، جوان 2013، ص.170

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص.271

وفي الحقيقة إن إصدار الصكوك المبنية على احكام الشريعة الاسلامية كان من أهم أهدافها تنمية الاقتصاد في المجتمع بشرط ان تراعي في آلياتها جميع المبادئ الاساسية التي تميز الاقتصاد الاسلامي عن غيره ، اما الاقتصاد الرأسمالي السائد اليوم فقد تعود على اصدار السندات القائمة على نسبة الفائدة للمشاريع الكبيرة التي تقتضي أموالا كثيرة وتدر ربحا كبيرا.

ولكن حامل السندات لا يتجاوزون عن كونهم مقرضين لاصحاب هذه المشاريع على اساس الفائدة ولا دخل لهم في ملكية أصول المشروع و لا في الربح أو الدخل الذي تنتجه هذه المشاريع، اما يستحقون الفائدة فقط على قروضهم بنسبة متوافقة مع سعر الفائدة في السوق و اما ربح المشاريع بعد التكاليف ومنها الفائدة المدفوعة فكله يرجع الى أصحاب المشاريع .

وكانت الفكرة الاساسية من وراء اصدار الصكوك الاسلامية هي ان تشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها، ولو أصدرت الصكوك على هذا الاساس لأدت دورا كبيرا في تنمية العمل المصرفي، وساهمت كذلك في مساهمة كبيرة في الوصول الى أهدافها وتعتبر هذه الصكوك ذات منافع كبيرة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مفهوم الصكوك الاسلامية

#### أولاً: الصكوك لغويا

الصكوك جمع صك و أصل الصك في اللغة العربية هو الدفع فيقال صك صكا أي دفعه دفعة بقوة وضربه ومنه قوله تعالى: ﴿فصكت وجهها....﴾ سورة الذاريات الاية 29 أي ضربت بيدها على وجهها<sup>2</sup> وهي كلمة فارسية معربة، و تعني شهادة او وثيقة أو مستند.

#### ثانياً: اصطلاحاً

هي التسمية العربية للوثائق المالية للبدل الاسلامي للسندات التقليدية في النظام التقليدي وتعرف الصكوك

<sup>1</sup> رمزي محمود، الصكوك الاسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الراسمالية و الاسلام،(الاسكندرية: الناشر، منشأة المعارف، 2013) ص.246

<sup>2</sup> خير الدين معطى الله ، رفيق شرياق ، "الصكوك الاسلامية كاداة لتمويل المشاريع التنموية الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الاسلامي، جامعة قلمة يومي، 03 و 04 ديسمبر 2012، ص. 237

بانها شهادات او وثائق متساوية القيمة، اسمية او لحاملها، تمثل حقوق ملكية شائعة ومشروعة في اصول او اعيان او منافع او خدمات او حقوق مالية، او خليطاً من ذلك

وتعرف بانها اوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة تصدر وفق صيغ التمويل الاسلامية تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي ايرادات و ارباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلا . او سيتم انشاؤها من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والاطفاء والاسترداد عند الحاجة بطوابط وقيود معينة<sup>1</sup>.

وتعرف أيضا بأنها " تحويل مجموعة من الاصول المدرة للدخل غير السائلة الى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الاصول ومن ثم بيعها في الاسواق المالية مع مراعاة ظوابط التداول<sup>2</sup>.

أما مجلس الخدمات المالية الاسلامية فقد عرف الصك الاسلامي بأنه " حق ملكية لنسبة مؤية شائعة في موجودات عينية او مجموعة مختلطة من الموجودات العينية وغيرها."

كل التعريفات السابقة تصب في نفس النسق وهو ان الصكوك الاسلامية هي عبارة عن اداة مالية ابتكرت كبديل عن السندات الراسمالية التقليدية بهدف تجنب الفائدة الربوية وعليه فهي لا تخرج عن نطاق كونها اوراق مالية متساوية القيمة وتمثل حصصاً شائعة في ملكية او نشاط استثماري مباح شرعاً ويتم إصدارها وفقاً لظوابط متوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، "ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية الحكومية دراسته تطبيقية على صكوك الحوكمة السودانية"، المؤتمر الدولي الخامس للصيرفة الاسلامية و التمويل

الاسلامي، " ادارة المخاطر. التنظيم و الاشراف"، بمعهد الدراسات المصرفية، الاردن، ايام 6-7-8 اكتوبر، 2012 ص.03

<sup>2</sup> حميد قرومي، "صناعة الصكوك الاسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول المالية الاسلامية بصفاقس"، تنظم كلية العلوم الاقتصادية بصفاقس بالاشتراك مع كلية العلوم الاقتصادية لجامعة ليبيا و مجمع البنك الاسلامي بجدة و مساهمة الجمعية التونسية للاقتصاد الدولي، تحت شعار دور المالية الاسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، "الصكوك الاسلامية و الصكوك الوقفية" يومي 16-17 جوان 2014

<sup>3</sup> ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية دراسة حالة ماليزيا"، رسالة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، 2014-2015، ص.13

المطلب الثالث: انواع الصكوك الاسلامية وظوابطها الشرعية

أولاً: انواع الصكوك الاسلامية

توجد عدة انواع من الصكوك الاسلامية من ابرزها مايلي:

## 1-الصكوك الاستثمارية:

تعد احد مصادر الاموال بالمصارف الاسلامية وهي البديل الشرعي لشهادات الاستثمار و السندات و تعد تطبيقاً لصيغة المضاربة، حيث ان المال من طرف اصحاب الصكوك و العمل من طرف آخر وهو المصرف<sup>1</sup>

هي عبارة عن اوراق مالية تشير الى حق تملك المشروع الذي يتم تمويله من اموال هذه الصكوك ولحاملها نسبة من ارباح المشروع بحسب ما اتفق عليه وفيها ربح و خسارة.

## 2-صكوك المضاربة:

ان صكوك المضاربة هي ادوات مالية اسلامية تقوم على تجزئة راس مال القراض ( المضاربة ) باصدار صكوك ملكية براس مال المضاربة على اساس وحدات متساوية القيمة و مسجلة باسماء اصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في راس مال المضاربة وما يتحول اليه بنسبة ملكية كل منهم فيه. فالمضاربة تعني اتفاق يبرم بين طرفين حيث يقدم احدهما راس المال للطرف الاخر الذي يقوم بتوظيفه في مشروع متفق عليه على ان يتم تقسيم الارباح المتحققة وفقاً لنسب معينة اما الخسائر فيتحملها اصحاب راس المال<sup>2</sup>

## 3-صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيدلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حتى في الحصول.

<sup>1</sup> سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الاسلامية- الازمة - المخرج، ( القاهرة، ط: 01، دار الفكر العربي، 2010)، ص.44.  
<sup>2</sup> فاينانشيال اسلام، الصكوك الاسلامية، مرصد الصيرفة الاسلامية من الموقع الالكتروني: [ar.financialislam.com](http://ar.financialislam.com) (2017-04-22)

### 4-صكوك المساواة:

فهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في سقي اشجار مثمرة، ورعايتها على اساس عقد المساواة ، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة.<sup>1</sup>

### 5-صكوك المقارضة:

هي من البدائل التي اقرها مجلس الفقه الاسلامي في دورة مؤتمره الرابع بجدة في 1407هـ وتعرف على انها

الوثائق موحدة القيمة و الصادرة باسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة فيها وذلك على اساس المشاركة في نتائج الارباح او اليرادات المتحققة من المشروع المستثمر فيها بحسب النسب المعلنه على الشروع<sup>2</sup>

### 6-صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في غرس الاشجار على اساس عقد المغارسة ويصبح لحملة الصكوك حصة في الارض و الغرس.

### 7-صكوك المشاركة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة لانشاء مشروع ، او تمويل نشاط على اساس المشاركة ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك المشاركة على اساس الشركة او على اساس المضاربة<sup>3</sup>

### 8-صكوك المرابحة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مرابحة وتصبح سلعة المرابحة مملوكا لحامل الصكوك .

<sup>1</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص.14

<sup>2</sup> مسعودة نصابة، "نحو نموذج اسلامي لسوق راس المال الاسلامي تجربة ماليزيا انموذجا"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2012- ص.106

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص.110

والهدف من إصدار صكوك المراجعة هو تمويل عقد بيع بضاعة مراجعة، كالمعدات والأجهزة، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيعه مع المشتري مراجعة نيابة عن حملة صكوك المراجعة وقبضها قبل بيعها مراجعة.

المصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء<sup>1</sup>

### 9-صكوك الاستصناع:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك.

### 10-صكوك الاجارة:

هي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا والغرض منها تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الاجارة الى اوراق

مالية صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية<sup>2</sup>

### ثانيا: الظروف الشرعية للصكوك الإسلامية

كون الصكوك الإسلامية أوراق مالية فالاصل ان تكون قابلة للتداول، ويقصد بتداول الصكوك : التصرف في الحق الشائع الذي تمثله الصكوك بكل طرق التصرف الشرعية كالبيع، الرهن، الهبة أو غير ذلك من التصرفات الشرعية، وذلك بنفس شروط التصرف فيما تمثله هذه الصكوك سواء كان هذا التصرف مع مصدر الصكوك باطفاء الصك او استرداده، او مع غيره، ويخضع هذا التصرف لارادة طرفي التصرف و قانون العرض و الطلب

ومن اهم شروط وأحكام وظوابط تداول و استرداد الصكوك الإسلامية بانواعها المختلفة مايلي :

<sup>1</sup> Muhammad Ayub, "Securitization Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Institutions", p:353

[www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf) ( 17-04-2017 )

<sup>2</sup> Monzer kahf , " The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap", Islamic Economic Studies,IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah,Vol: 4, No: 2 , May 1997,p ,82

1. يجوز تداول الصكوك واستردادها اذا كانت تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات من أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك وبدء النشاط ، وبنبغي ان تراعي الضوابط الشرعية لعقد الصرف قبل بدء النشاط وان تراعي احكام الديون اذا تمت التصفية وكانت الموجودات ديونا او تم بيع ماثلته الصكوك بثمن مؤجل.<sup>1</sup>
2. يجوز في الصكوك القابلة للتداول بأن يتعهد مصدر الصكوك في نشرة الاصدار بشراء مايعرض عليه هذه الصكوك بعد قفل باب الاكتتاب واقفال عملية الاصدار وذلك بسعر السوق ولا يجوز أن يكون وعد الشراء بالقيمة الاسمية للصك.
3. يجوز تداول الصكوك بأي طريقة متعارف عليها فيها لا يخالف الشرع، كالقيد في السجلات أو المناولة اذا كانت لحاملها أو الوسائل الالكترونية.
4. يتم تقويم الصك لأغراض التداول على أساس سعر السوق في السوق المالية او التراضي عليه بين الطرفين البائع و المشتري.
5. يجوز تداول صك المشاركة و المضاربة بعد قفل باب الاكتتاب و تخصيص الصكوك وبدء استثمار حصيلة الصك بما لا يقل عن 10 بالمائة من راس المال و حتى انتهاء اجل الصكوك وتاريخ بدء التصفية ولا يمنع من جواز التداول ما قد يحدث خلال عمليت الاستثمار من وجود ديون او نقود مع الاعيان و المنافع تقتضيها طبيعة الاستثمار و لو زادت النقود أو الديون، وينطبق ذلك أيضا على جميع صور المشاركات الدائمة او المنتهية بالتملك تدريجيا او في نهاية مدة المشاركة.
6. يجوز تداول الصكوك التي تمثل حصة شائعة في ملكية الموجودات المؤجرة او في ملكية منافع الاعيان وفق ما يتفق عليه مالك الصك ومشتريه، بعد قفل باب الاكتتاب و قيام مدير الاصدار بتوقيع عقود البيع والاجارة مع البائع و المؤجر، ودفع الثمن و الاجرة من حصيلة الصكوك .
7. يجوز تداول او شراء صكوك الاستصناع اذا تحولت النقود الى اعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع، اما اذا دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز او تم تسليم العين المصنعة للمستصنع فان تداولها يخضع لاحكام التصرف في الديون.
8. يجوز تداول صكوك السلم بقيمتها الاسمية في غير الطعام، وذلك للبائع سلما و لغيره بما يتفق عليه وذلك بعد قفل بالاكتتاب و تخصيص الصكوك و توقيع عقد السلم مع البائع و تسليمه الثمن من حصيلة بيع الصكوك وحتى بيع بضاعة السلم بعد قبضها او تسليمها للمشتري بعقد سلم مواز او اعلان تصفية العملية. وذلك على اساس ان دين السلم دين سلعي وليس دينا نقديا كبقية الديون

<sup>1</sup> شافية كشاف، اهمية الصكوك الاسلامية في تنشيط الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، سطيف، ع:14،2014،



9. يجوز لمالك الصك أو الصكوك بيعها في السوق الثانوية لأي مشتري بالثمن الذي يتفقان عليه سواء كان

مساويا أو أقل أو أكثر من الثمن الذي اشترى به، وذلك نظرا لخضوع اثمان الاعيان لعوامل السوق (العرض و الطلب)<sup>1</sup>

10. يجوز تداول صكوك بيع المراجعة و البيع المؤجل بعد قفل باب الاكتتاب و شراء البضاعة وحتى تاريخ تسليمها للمشتري مقابل ثمن

مؤجل أو يدفع على أقساط ويخضع لاحكام التصرف في الديون بعد تسليم البضاعة للمشتري و حتى قبض الثمن و تصفية العملية

فيكون بيع الصكوك بقيمتها الاسمية و بثمن يدفع

عند التعاقد<sup>2</sup>

### المطلب الرابع: خصائص الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك بالسندات الإسلامية وهي مصدرة على اساس محفظة اصول ذات دخل مستقر وهي شهادات ثقة ومتوافقة مع احكام

الشريعة والشرط الاساسي لاصدار الصكوك هو وجود اصول في الميزانية العمومية ويشير فقهاء الشريعة الى وجوب عدم تمثيل الاصول على

شكل عقود دين<sup>3</sup>

من اهم الخصائص المميزة للصكوك الإسلامية مايلي:

أولاً: الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكيها لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها

ثانياً: تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول

الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

ثالثاً: تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للإستثمار، أعيانا أو منافعاً أو خدمات أو خليط

منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنق وود، ولا تمثل ديناً أو التزاماً في ذمة مصدريها.

ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.

رابعاً: تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.

<sup>1</sup> علي السالوس، الطوابط الشرعية للصكوك الإسلامية، مقالات العرب القطرية 18-02-2013 >story m.alarab.qa الطوابط الشرعية

<sup>2</sup> شافية كتاف، مرجع سابق، ص89

<sup>3</sup> لوانيس أكيزيديس سنيل كيمار خندولوال، ترجمة عبير فوزان العمادي، إدارة المخاطر المالية في أعمال الصيرفة و التمويل الإسلامي ( عمان : دار الفكر ناشرون و موزعون، ط:01،

2015، ص.55

خامسا: الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.

سادسا: الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الإكتتاب فيها للإستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

-سابعا: تثبت الصكوك لحاملها حق ملكية شائعة الموجودات ولا تمثل دينا في ذمة مصدرها، وقد تكون هذه الموجودات أعيانا أو منافع أو خدمات.

-ثامنا: إصدار الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، بهدف تسهيل تداول الحصص بين الجمهور في الأسواق المالية<sup>2</sup>.

-تاسعا: يعطي الصك لحامله حصة من الأرباح وهي ليست حصة أو نسبة محددة مسبقا من القيمة الاسمية، وإنما تحدد هذه النسبة وقت التعاقد وذلك في نشرة الإصدار التي تسبق الإكتتاب، حيث يتضمن الصك في هذه النشرة حصة المضارب وحصة أرباب المال من الربح الذي يتحقق في نهاية المشروع الاستثماري أو في فترات دورية معينة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> خير الدين معطى الله، رفيف شرياق، مرجع سابق، ص.243.

<sup>2</sup> زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، مؤتمر دولي بالجزيرة International conference on Islamic Banking and finance, cross border and litigations (15-16 June 2010) ص 3.

<sup>3</sup> فؤاد محمد محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة 19 بجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009، ص. 28.

### المبحث الثاني: أطراف الصكوك الإسلامية وآليات إصدارها و ضماناتها

لقد زادت أهمية إصدار الصكوك نتيجة لعدة عوامل أهمها إتاحة الفرص أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة ومن ثم خفض معدلات التضخم .

#### المطلب الأول: أطراف الصكوك الإسلامية وآليات إصدارها

##### أولاً: أطراف الصكوك الإسلامية:

تتمثل مختلف أطراف عملية إصدار الصكوك الإسلامية في:

#### 1-المصدر الاصيلي:

وهي الجهة أو الشركة المنشئة لمحفظة التوريق، صاحب لأو البائع الأول للاصول أو محفظة حقوق مالية تبيعها وتحصل على قيمتها نقداً<sup>1</sup> وقد يكون المصدر من القطاع الخاص كالبنوك و شركات المساهمة، أو من القطاع الخاص، أو القطاع الخيري.

#### 2-الجهة المصدرة:

أو ما يعرف بمدير الصكوك وهو من يتولى إدارة الموجودات المملوكة لحملة الصكوك نيابة عنهم وغالباً ما تكون هذه الشركة شركة ذات غرض خاص (S.P.V) تتولى عملية الإصدار وتتخذ جميع الإجراءات اللازمة لعملية

التصكيك مقابل أجر أو عمولة محددة في نشرة الإصدار

وتكون العلاقة بينها وبين حملة الصكوك قائمة على أساس الوكالة بأجر<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علاء الدين زعتري، " الصكوك- تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، -حجم إصداراتها، تحديات الإصدار" بحث مقدم إلى لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان الصكوك الإسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، عمان، 18-19/07/2010، ص.24.

<sup>2</sup> سعود العنزي، "الصكوك الإسلامية، ظوابطها و تطبيقاتها المعاصرة" رسالة دكتوراه غير منشورة، تخصص الفقه و اصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2010، ص.25.

### 3-المستثمرين ( حملة الصكوك ):

وهم الحائزون لوثائق الصكوك بمختلف أنواعها والتي تمثل الموجودات سواء كانت هذه الموجودات أعيانا أو منافع أو خدمات أو خليط من بعضها أو كلها<sup>1</sup>.

### 4-أمين الاستثمار:

وهو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك و الاشراف على مدير الصكوك كما يحتفظ بالوثائق و الضمانات و ذلك على أساس عقد الوكالة باجر تحدده نشرة الاصدار<sup>2</sup>.

### 5-وكالات التصنيف العالمية:

وهي وكالات متخصصة تقوم باجراء تقييم لبيان مدى الجدارة الائتمانية و المالية للاصدارات المالية التي ستطرح في سوق راس المال و ما تتمتع به من ضمانات و تحديد نسبة المخاطر التي تنطوي عليها.

### ثانيا: آلية اصدار الصكوك الاسلامية :

ان آلية تداول الصكوك الشرعية تختلف بطبيعة الحال عن تداول سندات القرض بفئة بفارق ختلاف البيع عن الريا فالصكوك الشرعية هي حصة مشاركة وليست قرضا<sup>3</sup>

تشكل عملية اصدار الصكوك الاسلامية النافذة التي يظل من خلالها المصدرون أو وكلائهم على المستثمرين. الامر الذي يتطلب ان تكون تلك العملية على درجة من الاتقان و الدقة و حسن الاجراج و تمر العملية بخطوات اولية مختلفة يطلق عليها تنظيم ( ترتيب ) الاصدار، وهذه الخطوات لا تحدث بنفس التسلسل، بل قد تتقدم خطوة على اخرى كما قد تتم جميع الخطوات أو قد يقتصر على بعضها فقط واحيانا توجد عدة بدائل لاختيار احدهما و لكن الوضع الطبيعي ان تقع كما يلي:

<sup>1</sup> عجيل حاسم النشمي، "التوريق و التصكيك و تطبيقهما" الدورة 19 لمجتمع الفقه الاسلامي الدولي، الشارقة، الامارات العربية، 2009، ص.5

<sup>2</sup> الشيخ علاء الدين زعتري، مرجع سابق، 25

<sup>3</sup> بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، ادوات الدين وبدائلها الشرعية في الاسواق المالية الاسلامية، الملتقى الدولي الاول لمعهد العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

بعنوان "الاقتصاد الاسلامي... الواقع ورهانات المستقبل" جامعة سطيف، ص.16

## 1- الهيكلية:

وتعني اعداد التصوير و الهيكل التنظيمي الذي يمثل الية الاستثمار بواسطة الصكوك و دراسة الجدوى و دراسة المسائل القانونية و الاجرائية و التنظيمية و تضمن كل ذلك في نشرة الاككتاب، وربما يتزامن مع ذلك وضع النظام أو اللائحة أو الاتفاقية التي تحدد حقوق و صلاحيات وواجبات الجهات المختلفة ذات الصلة<sup>1</sup>.

ومن الاهمية ان يتم اختيار تلك الجهات بطريقة جيدة لايجاد عوامل الثقة و الطمانينة لدى المكتتبين، و تتم هذه الخطوة من قبل الجهات القائمة بعملية انشاء الصندوق، وهي إما من طرف الممولين ( كالبنوك مثلا ) أو من طرف المستفيد من التمويل و غالبا ما تستعين الجهة الراغبة في إصدار الصكوك بمكتب خبرة او دراسات ليتولى عملية التنظيم لقاء عمولة، كما تتم الاستعانة بهيئة شرعية لاستكمال المتطلبات الشرعية و استيفاء الاحكام و الضوابط الشرعية<sup>2</sup>.

بناء على ماسبق يمكن أن نقسم هذه المرحلة ( الخطوة ) الرئيسية الى خطوات فرعية هي:

\* تحديد الهدف من الاستثمار.

\* تحديد نوع الاصول المراد تصكيكها .

\* اعداد دراسات الجدوى الأولية و التي تتضمن الدراسة الشرعية، الدراسة القانونية، الدراسة التسويقية، الدراسة الفنية، الدراسة المالية .

## 2- تمثيل حملة الصكوك ( المستثمرين):

ويكون ذلك من خلال تاسيس شركة ذات غرض خاص ( s.p.v ) تسجل في مناطق ذات اعفاء ضريبي وتكون ذات شخصية مستقلة، بالرغم من انها مملوكة بالكامل للمستثمرين وذلك لتمثيلهم في ايجاد العلاقات بالجهات المختلفة و تقوم هذه الشركة بشراء الموجودات التي

<sup>1</sup> زاهرة علي محمد بني عامر، "النصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد و المصارف الاسلامية، جامعة اليرموك الاردن، 2008، ص.106

<sup>2</sup> معطى الله خير الدين شرياق، مرجع سابق، ص.244

ستغطي الوحدات المصدرة ثم يقوم المصدر بأثبات نقل ملكية الأصول من دفاتره. الى دفاتر تلك الشركة ذات الغرض الخاص، على اساس البيع بعد ان يجري تقويمها من جهات متخصصة مستقلة<sup>1</sup>.

### 3- طرح الصكوك للإكتتاب:

بهدف جمع الاموال التي ستمول بها الموجودات الممثلة بالصكوك<sup>2</sup>.

### 4-تسويق الصكوك:

ويتم اما بالطرح مباشرة للجمهور، واما ان يتم بيع الصكوك جملة الى المستثمر الاول الذي قد يكون بنكا أو مجموعة بنوك ثم يقوم هو بتسويقها وبيعها الى جمهور<sup>3</sup>.

### 5-التعهد بتغطية الاكتاب:

يتقدم متعهد تغطية الاصدار بتعهد يلتزم بموجبه بتنظيم الاكتاب فيما تبقى من الصكوك، حيث يلتزم بشراء الصكوك التي يكتب فيها و يبيعها تدريجيا أو يحتفظ بها كليا أو جزئيا<sup>4</sup>.

### 6 -مرحلة ما بعد الاصدار:

يتم في هذه المرحلة التصنيف الائتماني للصكوك من قبل جهة متخصصة تمهيدا لتحديد الجدارة الائتمانية لادراجها في سوق التداول ان كانت مما يقبل تداوله ففي هذه المرحلة تكون محاولة لتوفير سوق تداول ( ثانوية)

للصكوك المصدرة من خلال توفير الية اعادة شرائها من المستثمرين باسعار يعلن عنها اسبوعيا مما يضيفي صفة السيولة على تلك الصكوك فيوفر لها جاذبية اكبر بالنسبة للمستثمرين<sup>5</sup>

<sup>1</sup> سعود العنزي، مرجع سابق، ص.30-31

<sup>2</sup> خير الدين معطي الله، شرياق شرياق، مرجع سابق، ص.244

<sup>3</sup> زاهرة على محمد بني عامر، " التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية" (عمان: دار عماد الدين، ط:2009، 01)، ص.143

<sup>4</sup> معطي الله خير الدين شرياق، مرجع سابق، ص.245

<sup>5</sup> نوال سمرد، رفيق بشوند، "دور السوق المالي الاسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الاسلامية نموذجا-" المؤتمر الدولي الثاني للمالية و الصيرفة الاسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الاردنية، سيدي بلعباس، يومي 28-30/07/2015، ص.6.

### المطلب الثاني: الضمانات المقدمة لحملة الصكوك

لما تحولت الصكوك من أدوات الاستثمار الحقيقي إلى أدوات للتمويل، تماما كما تحولت، عقود المشاركات والمضاربات في المؤسسات المالية الإسلامية إلى عقود تمويلية، فإنها تسببت في إثارة قضايا وشبهات حول مشروعيتها وآلية عملها من حيث ضمان الأصل والعائد، نستعرضها فيما يلي:

#### أولاً: تضمين مدير الصكوك على أساس دراسة الجدوى المقدمة

ظهرت اجتهادات معاصرة بتضمين مدير الصكوك، سواء أكان شريكا أم مضاربا أم وكيلًا بالاستثمار، لقيمة الصكوك الاسمية، أي رأسمال المستثمرين حملة الصكوك، أو عائدتها، على أساس دراسة الجدوى المقدمة :

أي أن يكوك مدير الصكوك قد قدم دراسة اقتصادية عن جدوى المشروع الاستثماري، دل فيها على نجاح المشروع و ربحيته، ثم ادعى لا حقا وقوع الخسارة، ولم يثبت أن الخسارة خرجت عن كل التوقعات بحيث لا ينسب إليه شيء من الخطأ<sup>1</sup> وغالبا ما يرتبط قرار منح التمويل مع حجم و نوع الضمانات التي تستطيع ان تقدمها المؤسسة البادئة للتصكيك، وكلما زاد حجم التمويل المطلوب زاد حجم الضمانات التي تطلبها البنوك و المؤسسات المالية المانحة، مما يدفع المؤسسات التي تعجز عن تقديم تلك الضمانات الى التفكير في تصكيك بعض اصولها للحصول على التمويل<sup>2</sup>

واستند هذا الاجتهاد الى ان الخسارة في الحالة المذكورة تدل على وقوع تغير من هذا المدير بالمستثمرين و التغير بنوعيه القولي و الفعلي يوجب يوجب الضمان كما هو معروف فقها. فبوقوع الخسارة يتمسك المدير بخلاف الاصل فيطالب بالبينة على ان الخسارة لم تكن على خطأ منه وان عجز عن ذلك حكم بتضمينه.

وبالنظر لظروف الاستثمار العامة و آلياته في عصرنا نرى ان هذا الاجتهاد يمكن قبوله بالجملة ان قيد ببعض الشروط. ومؤداه ان تكون يد مدير صكوك المال يد امانة فلا يضمن المال إلا في حالة الخسارة إلا ان يعجز عن اثبات عدم تقصيره في حفظه أو استثماره . وهذا تعديل طفيف لقول الفقهاء فيثبت رب يد المضارب و نحوه، فهم قد عدوه أمينا لكن لم يكلفوه عبء اثبات عدم تقصيره أو اهماله أو مخالفته لشروط العقد حتى يقال بتضمينه بل عدوه سالما بريئا من ذلك حتى يثبت رب المال العكس، اما الراي الذي نراه انسب لمقتضيات

<sup>1</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وانواعها - الاستثمار الصناديق الاستثمارية الاوراق المالية و التجارية - (القاهرة: دار التعليم الجامعي، ط: 2014، 01)، ص. ص. 60-63.

<sup>2</sup> حكيم براضية، "التصكيك ودوره في ادارة السيولة بالبنوك الاسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، 2010-2011، ص. 96.

عصرنا، فهو ان نكلف المباشر لعملية استثمار المال من مضارب و نحوه عبء اثبات عدم مسؤوليته في حال تحقق الخسارة، فيكون مسؤولاً عن الخسارة حتى يثبت عدم قيامه بما يوجب تضمينه شرعا من اهمال او تقصير او مخالفة شروط. اي ان الرأي الجديد يختلف عن المعروف فقها في تحديد المطالب بالبينة، فهو في الفقه رب المال، وهو بحسب الراي الجديد المباشر للاستثمار، أو ما يسمى بمدير الاستثمار<sup>1</sup>

وهذا الرأي له وجهته ولا سيما ان مدير الاستثمار هو مودع لما ادعى بداية جدوى المشروع و ربحيته، ودعم ذلك بدراسة مفصلة تؤيد دعواه . ان ظروف الاستثمار في ايامنا تختلف عن سابقتها، فقد يكون رب المال مصرفا اسلاميا، أو مؤسسة اسلامية تستثمر اموال الالاف من العملاء، فلا يسعها ان تعرض اموال هؤلاء للخطر و لا سيما مع كثرة المحتالين، وضعف الرادع الديني و الذمم المالية للناس في ايامنا.

ومن اعتبار آخر فان قرار مثل هذه الصيغة من صيغ الاستثمار يشجع المؤسسات المالية الاسلامية على الدخول في مجال الاستثمار الحقيقي بالمضاربة و المشاركة، و الحد من الركود الى تحقيق الارباح عن طريق التمويل المالي بطريقة البيع الشكلي للسلع و الذي قد لا يختلف في جوهره عن الاقتصاد التقليدي

لكن هذا الرأي من تقييد مدير الاستثمار مسؤولية راس المال حتى يثبت العكس ينبغي تقييده بشروط هي الاتية:

- أن لا يكون مدير الاستثمار قد نص بداية على عدم مسؤوليته على اثبات براءته من الخسارة الواقعة، وقره على ذلك رب المال.
- ان ينص الاتفاق او العقد بين الطرفين على تحديد مسببات الخسارة التي لا يكون بوقوعها مدير الاستثمار مسؤولاً عن راس المال، مثل الاضطراب المفاجيء في الاسواق، ووقوع الازمات المالية و الكوارث
- ان يحتكم الى محكم خارجي مستقل يتمتع بالخبرة الشرعية و التجارية اللازمة للحكم في هذه المسائل، لتقرير مسؤولية مدير الاستثمار من عدمها.
- ان يقتصر تضمينه في حال عجزه عن تبرئة نفسه و تحميله مسؤولية الخسارة التي وقعت حقيقة واضرت بكل الاطراف على راس المال ولا يتجاوز بذلك الى الربح، لان هذا الحكم على خلاف القياس لاعتبارات تقدمت فلا يتوسع فيه.

<sup>1</sup> يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص. 64



- الا يسبق تعدي مدير الصكوك او تقصيره او مخالفة للشروط ان وقع شيء من ذلك وكان هو سبب التضمين مالا يمكن ان يعد هو مسؤولا عنه، كهبوط مفاجيء في القيمة السوقية للموجودات، فهنا لا يمكن ان نضمن راس المال كاملا، اي القيمة الاسمية للصكوك، لان القيمة الاسمية للصكوك في هذه الحالة هي اعلى من قيمة الموجودات التي يضمنها مدير الصكوك، فالواجب ان يضمن مدير الصكوك في هذه الحالة القيمة السوقية لموجودات الصكوك عند وقوع التعدي او التقصي، لا ان يضمن راس المال كاملا عبر ضمانة للقيمة الاسمية للصكوك فهذا يتجاوز تحميله مسؤولية التعدي و التقصير و مخالفة الشروط.

### ثانيا: التعهد بشراء الصكوك

يقدم مدير الصكوك على اختلاف انواعها و مصدرها تعهدا بشراء الصكوك<sup>1</sup>، ولا يجوز للشريك ان يتعهد بشراء حصة شريكه طبقا لما ورد في قرار مجمع الفقه الاسلامي رقم 136/2/15 بشأن المشاركة المتناقصة وظوابطها الشرعية نصه " عدم التعهد بشراء احد الطرفين حصة الطرف الاخر بمثل قيمة الحصة عند انشاء الشركة لما في ذلك من ضمان الشريك حصة شريكه، بل ينبغي ان يتم تحديد ثمن بيع الحصة بالقيمة السوقية يوم البيع، او بما يتم الاتفاق عليه عند البيع<sup>2</sup> ويجري التعهد بالشراء ياخذى القيم التالية:

\*القيمة السوقية لموجودات الصكوك .

\*القيمة العادلة، اي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجودات .

\*بسر يتفق عليه وقت تنفيذ الشراء، لا قبل.

\*القيمة الاسمية.

\*بسر يحدده الواعد عند الوعد.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص. 65

<sup>2</sup> عبد البارى مشعل، "الصكوك، حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية و العائد و الضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين"، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة العشرين، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012

ويلاحظ عدم تحقق الضمان في التعهد بالشراء بالقيمة السوقية او القيمة العادلة، وكذلك الحال في التعهد بالشراء بالسعر المتفق عليه وقت تنفيذ الشراء مادام سعرا يخضع حقيقة لرضا الطرفين واتفقهما، وذلك لان الثمن في كل من الحالات الثلاثة السابقة قد يكون انقص بكثير من القيمة الاسمية، مما ينافي ضمان راس المال .

اما عندما يكون التعهد بسعر متفق عليه سلفا، او بالقيمة الاسمية وان لم تتحقق احد المسوغات الشرعية للتضمين، فهذا يعني حصول الضمان اي المنوع حقيقة، لانه في الحالة الاولى يضمن مصدر الصكوك او مديرها قيمة معينة لحملة الصكوك، قد تكون اقل من القيمة الاسمية او مساوية، او اكبر وفي كل هذا ضمان .

وكذا في حالة التعهد بالشراء بالقيمة الاسمية يصبح راس المال كله مضمونا<sup>1</sup>.

والحقيقة ان الضمان المنوع واقع هنا، ولا ينفي وقوعه احتمال عدم فاعلية هذا التعهد في حال تلف موجودات الصكوك او فقدها بسبب عدم وجود ما يشتره المتعهد في وقوع ال هذه الحالة، وبالتالي وقوع الخسارة على حاملي الصكوك، وذلك لان مجرد صدور هذا التعهد بمحد ذاته ممنوع اذ يخالف احكام المضاربة او الشراكة او الوكالة بالاستثمار التي تحكم علاقة مدير الصكوك بحاملها.

اما ان كان الضمان صادرا من طرف ثالث مستقل تماما لاستقلال عنصر في الصكوك بحيث يمكن تكييفه بأنهم تبرعو بدون مقابل، فهو جائز لان هذا الضمان لا يعدو كونه من التبرعات شريطة استقلال هذا الوعد بالتبرع عن العقد الذي يحكم العلاقة بين طرفي الصكوك .

-القول بجواز التعهد بشراء الصكوك بالقيمة الاسمية على اساس ان القيمة السوقية للصكوك تعادل القيمة الاسمية في غير حالة الخسارة.

تعهد المستاجر في صكوك الاجارة بشراء الاصول عند الاطفاء بقيمتها الاسمية حيث اجيز للمستاجر في بعض المعايير الشرعية التعهد في

صكوك الاجارة بشراء الاصول المؤجرة عند اطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على الا يكون شريكا او مضاربا او وكيلبا بالاستثمار

<sup>1</sup> عبد العظيم ابو زيد، التعهد بشراء الصكوك، مقالة من مركز اخبار الصناعة المالية ، المجلس العام للبنوك و المؤسسات المالية الاسلامية 2009، من الموقع الالكتروني:

(2017-01-12)abdulazeem-abozaid.com

### المبحث الثالث: عيوب ومنافع الصكوك الإسلامية ومخاطرها

كانت الفكرة الأساسية من وراء إصدار الصكوك الإسلامية أن يشارك حملة الصكوك في ربح المشاريع الكبيرة أو الدخل الناتج منها، ولو أصدرت الصكوك على هذا الأساس لادت دورا كبيرا في تنمية العمل المصرفي و ساهمت مساهمة فعالة في الوصول الى اهدافها حيث رغم العيوب التي تحتويها و المخاطر التي تتعرض لها الا ان لها منافع مميزة

### المطلب الاول: عيوب ومنافع الصكوك الإسلامية

#### أولا: عيوب الصكوك الإسلامية

على الرغم من الفوائد الكثيرة للصكوك الإسلامية، الا ان لها بعض الجوانب السلبية و العيوب، منها ان هذه الصكوك تعتبر عقود ملكية وعقود تاجير في الغالب، ويقل منها عقود الارباح، كما ان عدم وجود خطة واضحة و استراتيجية جديدة لاستعادة اصول هذه الملكية من الصك فان الفرد لن يستطيع امتلاك الاصول او المشروع الذي يرغب فيه وكذلك فإنه لا يوجد قيود لبيع الصكوك من فرد لآخر، وهذا قد يسبب بعض المشاكل في

المشاريع التي لا تستطيع ان تفرض رايبك فيها، وقد يكون شريك اي كان دون ان يكون له كلمة في ذلك.<sup>1</sup>

بالاضافة الى ان الصكوك هي عقود ملكية للاصول في اغلبها وعقود تاجير في بعضها، وليست عقود ربح فقط

وليس هناك قيود على بيع الصكوك في هذه الحالة انت ليس لك الكلمة العليا على مشروعك ان كنت تريد استرداده او حتى كنت لازلت شريك فيه<sup>2</sup>

#### ثانيا: منافع الصكوك الإسلامية

نستعرض هنا بايجاز شديد اهم منافع الصكوك الإسلامية في المجتمعات الإسلامية وغير الإسلامية حيث تعتبر من أفضل صيغ التمويل المشاريع الكبيرة التي لا تطيقها جهة واحدة في النقاط التالية:

<sup>1</sup> هديل بكرى، تعريف، مفهوم الصكوك الإسلامية، 17-03-2017 من الموقع الالكتروني: [mawdoo3.com](http://mawdoo3.com) < معاملات اسلامية (2017-04-22)

<sup>2</sup> نبيل عبد القادر عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية، مقالات المعرفة من الموقع الالكتروني: [www.marefa.org](http://www.marefa.org) « index.php » الصكوك (2017-04-22)

تفتح الصكوك الإسلامية مجالاً كبيراً للمستثمرين الذين يريدون استثمار فائض أموالهم ويرغبون في نفس الوقت أن يستردوا أموالهم بسهولة عندما يحتاجون إليها. لأن المفروض في هذه الصكوك أن تكون لها سوق ثانوية تباع فيها الصكوك و تشتري، فكلما احتاج المستثمر إلى أمواله المستثمرة أو حتى جزء منها جاز له أن يبيع ما يملكه من صكوك أو بعضها منها و يحصل على ثمنها الذي يمثل الأصل و الربح جميعاً إن كان المشروع كسب ربحاً.

- تعتبر الصكوك الإسلامية البديل الإسلامي للسندات في النظام الرأسمالي وهي تصدر مقابل أصول عادة ما تكون أصول عقارية أو أصول أوراق مالية ذات عائد وهذه الأصول تكون على مدى متوسط أو طويل الأمد.<sup>1</sup>
- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة، حيث إن مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاعتماد بشكل أساسي على الاشتراك في الربح و الخسارة، بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها<sup>2</sup>
- تلبي الصكوك احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام.
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات و مراكزها المالية لأن عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها.
- تعتبر أداة تساعد على الشفافية و تحسين بنية المعلومات في السوق لأنه يتطلب العديد من الإجراءات و دخول العديد من المؤسسات في عملية الاقتراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق.
- المساهمة في جمع رأسمال لتمويل إنشاء مشروع استثماري من خلال تعبئة موارده من المستثمرين، وذلك من خلال طرح صكوك وفقاً لمختلف صيغ التمويل الإسلامي في أسواق المال لتكون حصيلاً للاكتتاب فيها رأس مال المشروع.
- تساهم في الحصول على السيولة اللازمة لتوسيع قاعدة المشاريع و تطويرها.
- تعمل على تحسين القدرة الائتمانية و الهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة للصكوك
- التمويل بالصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للشركة في البنوك، حيث كثيراً من الشركات العملاقة تكون قد استوفت حدها الائتماني لدى كثير من البنوك المحلية، بل و الإقليمية ... الأمر الذي يجعل مهمة الحصول على تمويل من الصعوبة بمكان، و عليه فإن حصول الشركة على تمويل عبر الصكوك يفتح لها أبواباً ائتمانية جديدة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رمزي محمود، مرجع سابق، ص. 247.

<sup>2</sup> سليمان سرجاني، الصكوك الإسلامية.. الإيجابيات و السلبيات من الموقع الإلكتروني: <https://m.alwafd.com> (2017-04-22)

- زيادة حجم الاصدارات من الصكوك الاسلامية يوفر ادوات مهمة لادارة السيولة ودعم الربحية للمؤسسات سواء المصرفية او الاقتصادية المتعاملة في هذه الصكوك<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: مخاطر الصكوك الاسلامية:

تعرف المخاطر على انها امكانية الحصول على عائد مختلف عن العائد المتوقع، بمعنى تواجد تقلبات بعوائد الاستثمار مستقبلا<sup>3</sup> على الرغم من كل ما ذكرناه من مميزات الصكوك الاسلامية، الا انه يوجد حولها العديد من المخاطر وذلك لانها تمثل موجودات تحتوي على خليط من النقود و الديون والمنافع.... ونظرا لآليات اصدارها القائمة على صيغ التمويل الاسلامية فانها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية الاسلامية ومن خلال النظر الى مصادر المخاطر بصفة عامة نجد ان الصكوك الاسلامية تتعرض للعديد من المخاطر الكلية والتي يتمثل مصدرها الاساسي فيمايلي:

**1- عدم وجود سوق ثانوية:** وهو الامر الذي يجعل تداول هذه الصكوك بين مجموعة محددة من المؤسسات المالية و بعض الشركات و الافراد.

وهنا مجموعة من الاسباب تؤدي الى عدم وجود سوق ثانوية لهذه الصكوك منها قلة عدد الصكوك المطروحة، وكذلك رغبة حائزي الصكوك في الاحتفاظ بما باعتبارها تدر عائدا مضمونا، عدم وجود بديل لها في السوق.

**2- ترجع هذه النوعية من المخاطر الى عدم وفاء العميل بالتزاماته التعاقدية كاملة و في مواعيدها.**

**3- مخاطر السوق وهذه المخاطر تندرج تحت المخاطر العامة حيث ترجع لاتجاهات الصعود و النزول التي تطرا على الاسواق و ذلك لعوامل اقتصادية او اجتماعية او سياسية، سواء كانت الاصول الحقيقية او الاسواق المالية و التي تتكون بدورها من اسواق النقد و اسواق راس المال بسوقها ( سوق الاصدار و سوق التداول ).**

<sup>1</sup> رمزي محمود، مرجع سابق، ص. ص. 248-249.

<sup>2</sup> فتح الرحمان علي محمد صالح، "دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية" منتدى الصبغة الاسلامية اتحاد المصارف العربية ، بيروت يوليو 2008

<sup>3</sup> صليحة عماري ، آسيا سعدان ، "الصكوك الاسلامية، تطوراتها و آليات ادارة مخاطرها، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الاسلامية آليات ترشيد الصناعة الاسلامية" ، كلية العلوم

الاقتصادية و علوم التسيير بقالة، يومي 8 و 9، ديسمبر 2013، ص. 17.

4- مخاطر سوق الاصول الحقيقية وهذه المخاطر مرتبطة بطبيعة الصكوك الاسلامية من حيث كونها تمثل حصة شائعة في ملكية الاصول ونظرا لان الاصول الحقيقية من سلع وخدمات تباع في الاسواق فانها قد تتعرض للنقص في قيمتها بفعل عوامل العرض و الطلب او السياسات الاقتصادية الحكومية وغيرها من عوامل السوق.

5- مخاطر سعر الصرف وتنشأ هذه المخاطر في سوق النقد نتيجة لتقلبات سعر صرف العملات في المعاملات الآجلة.<sup>1</sup>

6- مخاطر سعر الفائدة وتنشأ نتيجة للتغيرات في مستوى اسعار الفائدة في السوق بصفة عامة وهي تصيب كافة الاستثمارات، بغض النظر عن طبيعة و ظروف الاستثمار ذاته، وكقاعدة عامة فانه مع بقاء العوامل الاخرى على حالها فكلما ارتفعت مستويات اسعار الفائدة في السوق انخفضت القيمة السوقية للاوراق المالية المتداولة والعكس صحيح وهو ما يؤثر على معدل العائد على الاستثمار .

7- والصكوك الاسلامية وان كان لا مجال لسعر الفائدة في التعامل بها او في انشطتها و في مجال استثماراتها الا انه قد تتأثر بسعر الفائدة اذا اتخذته سعرا مرجعيا في التمويل بالمراجعة .

كما ان سعر الفائدة باعتباره آلية يقوم عليها النظام النقدي و المصرفي في غالبية الدول الاسلامية فانه بلا شك يؤثر على الصكوك الاسلامية خاصة اذ لم يكن للواضع الديني دورا في توجيه المستثمرين.

8- مخاطر اسعار الاوراق المالية وتنشأ هذه المخاطر نتيجة لتقلبات اسعار الاوراق المالية في اسواق راس المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو حتى عوامل غير اخلاقية مثل الاشاعات، الاحتكار المقامرة... الخ . وهو امر يؤثر حتما على القيمة السوقية للصكوك الاسلامية.

9- مخاطر التضخم وهي تنشأ نتيجة لانخفاض القوة الشرائية للنقود بارتفاع الاسعار وهذا ما يعني تعرض الاموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية والصكوك الاسلامية باعتبارها ذات عائد متغير وذات مكونات من نقود وديون واعيان ومنافع، فان تأثرها بالتضخم يرتبط طرديا بزيادة مكوناتها من النقود و الديون.

<sup>1</sup> اشرف محمد دوبه، ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، من الموقع الالكتروني: [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com) < media (2017-04-22)

10- مخاطر التشغيل وتنشأ هذه المخاطر نتيجة اخطاء بشرية او فنية او حوادث، وتندرج هذه المخاطر في تحت المخاطر العامة اذا كانت بفعل عوامل خارجية كالكوارث الطبيعية مثل ما تسبب الكوارث او الحوادث في هلاك الزرع في استثمارات صكوك المزارعة، أو هلاك الاصل المؤجر في استثمارات صكوك الاجارة .

وتندرج هذه المخاطر الخاصة اذا كانت بفعل عوامل داخلية مثل عدم كفاية التجهيزات أو الوسائل التقنية او الموارد البشرية المؤهلة و المدربة او عدم توافر الاهلية الادارية القادرة على القيام بمهام الوكالة عن الملاك و تحقيق الارباح مع نموها و استقرارها مستقبلا و المحافظة على المركز التنافسي للصكوك.

11- نقص الشفافية في بعض الاصدارات وهو ما دعى العديد من مؤسسات الاصدار الى الحصول على تقويم ائتماني من مؤسسات التقويم العالمية وذلك لتقليل المخاطر و المخاوف للاكتتاب في بعض الاصدارات.<sup>1</sup>

12- مخاطر الائتمان هي المخاطر التي ترتبط بالطرف الاخر في العقد اي عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في موعدها كما هو منصوص عليه في العقد، ويرد حدوث المخاطر الائتمانية في حالة القرض عندما يعجز الطرف الاخر عن الوفاء بشروط القرض كاملة و في موعدها في الصكوك الاسلامية يمكن ان ينشأ هذا الخطر نتيجة سوء اختيار العميل سواء بعدم وفائه بالتزامات العمل المسند اليه بالنسبة لاستثمارات الصكوك المختلفة، او عدم رغبته في استلام السلعة المشتراة ورجوعه عن وعده في حالة اعتبار الوعد غير ملزم او عدم الالتزام بتوريد السلع المتفق عليها بالنسبة لاستثمارات صكوك السلم.

13- مخاطر السيولة: يكون سببها عدم قدرة البنك على تنفيذ التزاماته حال تحققها دون حدوث خسارة غير مقبولة وتضمن ايضا عدم القدرة على معالجة تراجع مصادر الاموال غير المخطط لها وضعف الادارة في تحديد التغيرات في ظروف السوق التي يكون لها تأثير كبير على قدرة المصرف لتسييل قيمة الصكوك وبشكل سريع وياقل خسارة من القيمة.<sup>2</sup>

14- مخاطر مخالفة احكام الشريعة الاسلامية: وهذه تأتي ضمن المخاطر الخاصة حيث ان الصكوك اداة مالية بنيت على احكام الشريعة الاسلامية فان مخالفتها لاحكام الشريعة في اي فترة من عمر الصك تؤدي الى اضرار تختلف باختلاف المخالفة و درجة خطورتها<sup>1</sup>

<sup>1</sup> رمزي محمود، مرجع سابق، ص. 254

<sup>2</sup> وليد العايب ، لولو بوخاري ، "اشكالية استخدام المشتقات المالية كاداة لنحوط من المخاطر في ظل الازمات دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية والصكوك الاسلامية"، المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الاسلامية، جامعة برج بو عرييج، يومي: 5 و 6 ماي 2014، ص. ص. 23-24.

15- مخاطر صيغ التمويل الإسلامية: حيث نجد

- مخاطر صكوك المضاربة: تتمثل في سوء الامانة و عدم كفاءة الشريك المضارب، بالاضافة الى سوء الظروف السوقية للسلعة المنتجة وكذا صعوبة التدقيق و المراجعة عند التصفية
- مخاطر صكوك المشاركة: مثل سوء ادره المشروع وسوء السوقية للسلعة
- مخاطر صكوك الاجارة: تتمثل في ارتفاع نسبة التضخم وكذلك مشاكل الصيانة
- مخاطر صكوك الاستصناع: مثلا مخاطر التخزين و يطلق عليها المخاطر الزمنية او عدم سداد الاقساط و اختلاف مواصفات الاصل المصنع بسبب احتمال عدم توفر بعض مواد التصنيع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صليحة عماري ، آسيا سعدان، مرجع سابق، ص17

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص.18



### المبحث الرابع: الاسس التي تقوم عليها الصكوك الاسلامية واهميتها

تعتبر الصكوك صيغة تمويلية جديدة مبعثها فقه المعاملات في الشريعة الاسلامية وهي آلية تمويلية تتجه نحو ما افتقدته البنوك الاسلامية من الشراكة الحقيقية بين عوامل الانتاج في تمويل التنمية بصيغ المضاربة و المشاركة عن التمويل بالمراجحة وعليه تقوم على عدة اسس و تخضع لظوابط شرعية.

#### المطلب الاول: الاسس التي تقوم عليها الصكوك الاسلامية:

يمكن استعراض اهم الاسس التي تبنى عليها الصكوك الاسلامية:

- 1- تقوم الصكوك الاسلامية على مبدأ المشاركة في الربح و الخسارة، حيث ان مبدا اصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها هو الاعتماد بشكل اساسي على الاشتراك في الربح و الخسارة. حيث تعطى لمالكها حصة من الربح وليس نسبة محددة مسبقا من قيمتها الاسمية، اما حصة جملة الصكوك من ارباح المشروع أو النشاط الذي تموله فتحدد بنسبة مئوية عند التعاقد، فحملة هذه الصكوك يشاركون في ارباحها حسب الاتفاق المبين في نشرة الاصدار و يتحملون أيضا الخسائر في بنسبة مايملكه كل منهم.
- 2- تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصا شائعة في موجودات مشروع معين او نشاط استثماري خاص وبذلك يشبه الصك الاسلامي السهم الذي يصدر بفئات متساوية، ويمثل حصص شائعة في صافي اصول الشركة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية و التي تصدر بفئات متساوية.
- 2- تصدر الصكوك و تتداول وفقا للشروط و الظوابط الشرعية، حيث تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الاسلامية.
- 3- كما انها تقوم على اساس عقود شرعية وفقا لصيغ التمويل الاسلامي كالمشاركات و المضاربات وغيرها و بظوابط تنظم اصدارها و تداولها.
- 4- يتحمل حامل الصك الاعباء و التبعات المترتبة عن ملكيته للاصول المثلة بالصك سواء كانت مصاريف استثمارية او هبوط في القيمة .

5- يتنافى الضمان مع كل من المضاربة أو الوكالة أو المشاركة، فهي الصيغ التي تدار بها السندات التقليدية التي يطبق فيها مبدأ الضمان فلا يتحمل المصدر الخسارة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية:

تتجلى أهمية الصك في كونها وسيلة لجمع مبالغ كبيرة من الأموال من أصحابها واستثمارها بتوظيفها في نشاطات اقتصادية مختلفة تعود بالنفع على المجتمع عامة وعلى الجهات المصدرة لها حكومات كانت أو مؤسسات خاصة، وكذا على الأفراد حملة الصكوك بشكل خاص

ومن أهم مزايا الصكوك أنها تغني الحكومات عن الاقتراض الربوي المثقل بالفائدة من البنوك الأجنبية، وهو الأمر الذي قد يعرضها للتبعية السياسية. ولقد زادت أهمية الصكوك الإسلامية نتيجة للعديد من العوامل أهمها:

- 1- أن الوصول بفكرة الصكوك الإسلامية إلى مستوى التداول العالمي يوضح مدى سعة وحكمة و تكامل النظام الإسلامي.
- 2- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقا للمنظور الإسلامي لمل يساهم في امتصاص السيولة ومن ثم خفض معدلات التضخم، وإتاحة الفرص أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها .
- 3- تلبية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية و التنمية بدلا من الاعتماد على سندات الخزينة و الدين العام.
- 4- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية و الشركات ومراكزها المالية، وذلك لان عملية اصدار الصكوك الإسلامية تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها و ادارتها.
- 5- الصكوك الإسلامية أداة تساعد على الشفافية، وتحسين بنية المعلومات في السوق، لانه يتطلب العديد من الاجراءات، ودخول العديد من المؤسسات في عملية الاقراض مما يوفر المزيد من المعلومات في السوق<sup>2</sup>
- 6- تساهم في جذب شريحة كبيرة من اصحاب رؤوس الاموال التي ترغب في التعامل وفق احكام اشريعة
- 7- الإسلامية، وخاصة في الخارج<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص. ص. 249-251.

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، "الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية"، البحرين- مجلة الباحث، ع:9، 2011، ص. 254.

<sup>3</sup> صفية احمد ابو بكر "دور الصكوك الإسلامية في تنمية و دعم قطاع الوقف الإسلامي"، مجلة الاقتصاد العالمي الإسلامي، مارس 2017

### خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل ماهية الصكوك الإسلامية من خلال تطرقنا الى التعريف بمفهوم الصكوك الإسلامية حيث تعد الأنجح الادوات المالية التي تم استخدامها كبديل للادوات المالية التقليدية بعيد عن كافة المعاملات الربوية التي نعتنا عنها الشريعة الإسلامية حيث يكون الاستثمار في المشاريع الحلال و تحقيق الازدهار و التقدم وتعدد انواع الصكوك الإسلامية من صكوك اجارة و صكوك مزارعة الى صكوك مساقاة ، صكوك مرابحة وغيرها و كلها تخضع لظوابط شرعية وتتميز بخصائص تميزها عن غيرها وخاصة من خلال اطراف الصكوك الإسلامية و آليات تداولها و كذا الضمانات المطلوبة للتعامل بالصكوك الإسلامية و الاسس التي تقوم عليها كما تطرقنا للمنافع التي تقدمها الصكوك الإسلامية من خلال الاستثمار الحلال ورغم هذا فن هناك بعض العيوب التي تعيقها و كذا بعض المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون بالصكوك الإسلامية

## الفصل الثاني:

# الإطار النظري للسوق المالي

## الإسلامي

### تمهيد

شهد العالم في الآونة الأخيرة اهتماما من قبل المستثمرين و المحللين الماليين بالاسواق المالية الإسلامية في الدول النامية، فقد ثبت بالتجارب العلمية ان تلك الاسواق تمثل فرصا استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الاموال المحلية و الاجنبية في تلك الدول. وتساهم كفاءة السوق المالي الاسلامي و تنظيمها مساهمة ايجابية في تحقيق النمو الاقتصادي الشامل للبلاد وتحاول الدول النامية تطوير اسواقها المحلية لتشكيل عنصر مهم لجذب الاموال من الخارج.

وتعتبر الاسواق المالية الاسلامية فرصه هامة لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من التقليل من خسائره و مخاطر وفي نفس الوقت زيادة عائداته من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الادوات الاقوى و الاكثر نجاحا ومشروعية كما تمثل محطة هامة لاعادة ضخ الاموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة و الناجحة

### المبحث الاول: ماهية السوق المالي الاسلامي

يعتبر السوق المالي الاسلامي فرصة هامة جدا لكل مستثمر مسلم حيث يتمكن من تقليل خسائر ومخاطره و زيادة عائداته وذلك من خلال تنوع محفظته المالية واختيار الادوات الاقوى و الاكثر نجاحا ومشروعية، كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الاموال الحلال وتمويل المشروعات البناءة و الناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة انتاج الطيبات في المجتمع،<sup>1</sup> ويعتبر خطوة لتمويل الجهاز المالي في البلاد لانه يساهم باستغلال افضل الموارد المالية المتاحة من خلال تجميع المدخرات المحلية و الاجنبية و توجيهها نحو المشاريع الاكثر انتاجية<sup>2</sup>

### المطلب الاول: نشأة السوق المالي الاسلامي

تعود جذور بناء سوق مالي للأوراق المالية الإسلامية الى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي بطوابط شرعية وفق أسس الإقتصاد الإسلامي حيث طرحت فكرة سندات المقارضة لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه باعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني الذي صدر بالأردن بالقانون رقم 13 سنة 1978 ، ثم تبني فكرة اصدار قانون خاص لسندات المقارضة لاعمار الاملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم 10 لسنة 1981، ثم طرحت تركيا صكوكا للمشاركة لتمويل بناء جسر معلق سنة 1984، الى ان جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالي اسلامي وذلك من خلال طرحه لفكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس سنة 1984، حيث قدم اقتراحه المتمثل في تداول الحصص الإستثمارية في حالة السلم و الإيجار و المراجعة و ذلك لمعلومية الربح في هذه الصيغ ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة انشاء سوق راس مال اسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادها في اصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك و الشهادات فقد جاء في توصيات المؤتمر الثالث للمصارف الإسلامية التي عقدت بدبي سنة 1985 في المادة 08 مايلي:<sup>3</sup>

يوصي المؤتمر المصارف و المؤسسات المالية بالتعاون لإيجاد ادوات مالية اسلامية مستمدة من الشريعة الإسلامية تشكل اساسا لسوق مالي اسلامي، ثم تكررت النداءات بعد أيام قليلة في ندوة اسهام الفكر الإسلامي في الإقتصاد المعاصر حيث طالبت الندوة في توصياتها بتطوير ادوات سوق راس المال الإسلامي وانشاء سوق مالي اسلامي لتسهيل انتقال واستثمار الاموال الإسلامية في البلاد الإسلامية، وبعد ذلك

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، "دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الاسلامي لراس المال - التجربة الماليزية نموذجاً- "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة 2014-2015، ص.4

<sup>2</sup> عبد الله ابراهيم نزال، "لسوق المالية الإسلامية، كفاءة تسعير الاوراق المالية في السوق المالي الاسلامي"، الملتقى الدولي الاول بعنوان "الاقتصاد الاسلامي الواقع و رهانات المستقبل"، جامعة الزرقاء، يومي 23 و 24 فيفري 2011، ص.9

<sup>3</sup> بشر محمد موفق، "ماهية السوق المالية الإسلامية"، منتدى موسوعة الإقتصاد و التمويل الإسلامي، منتدى الحوار في الاسواق المالية و الازمة المالية المعاصرة في 07-07-2010، ص.1

جاءت الندوة الأولى للأسواق المالية المنعقدة في الرباط بتاريخ 1989 والتي قد جاء من بين توصياتها وجوب العناية بأمر هذه الأسواق وتعريف الناس باحكامها وبقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات وأدوات تتعامل بها في الأسواق الوضعية، وقد سعت مجموعة من الدول الى انشاء هذه السوق وعلى سبيل المثال فقد أنشأ سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سنة 1994 ثم جاء بعد ذلك الإتفاق على إنشاء السوق المالية الاسلامية الدولية في مملكة البحرين بموجب مرسوم ملكي رقم 22 لسنة 2002 وباشرت اعمالها منذ ذلك التاريخ وهي ليست سوقا بالمعنى المكاني ولكنها جهة لتنظيم و ضبط العمل في السوق المالية الإسلامية وكان الأعضاء المؤسسون للسوق هم: البنك الإسلامي للتنمية، مؤسسة النقد للبحرين، بنك أندونيسيا، ليوان أفشور فانينشال سيرفس كمثل للبنك المركزي بماليزيا، بنك السودان ووزارة المالية بسلطنة بروناي، وانضمت اليه بعد ذلك عدة بنوك اسلامية وبعض الشركات من لهم صلة بالمؤسسات المالية الإسلامية، وبلغ عدد الدول الأعضاء 25 مؤسسة إضافة الى محاولة تحويل بعض الأسواق المالية في الدول العربية الى اسواق مالية اسلامية وفي هذا الإطار و تماشيا مع هذا الإتجاه جاءت خطوة ادارة سوق دبي المالي الى سوق مالي اسلامي علمي بعدما حصلت أخيرا على موافقة لجنة التنسيق بين هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية في الإمارات<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي الاسلامي

#### أولاً: مفهوم السوق المالي

كانت السوق تعرف بشكل عام على أنها مكان إلتقاء البائع بالمشترى اما في عصرنا هذا عصر العولمة فقد أصبحت السوق تعرف بأنها طريقة للبيع و الشراء لا يشترط ان تحدث في مكان ما فقد أصبحت التجارة الالكترونية تحتل جزءا هاما من عمليات التبادل التجاري عبر العالم.

اما السوق المالي فيمكن تعريفها على أنها الآلية التي تسهل انتقال الاموال من الوحدات التي لديها فائض الى الوحدات التي تعاني من عجز في الاموال و بعبارة اخرى فان الاسواق المالية تعتبر احد القنوات لنقل السيولة من مزودها الى مطالبها،<sup>2</sup> ويمكن تعريف سوق المال على انه ذلك الاطار الذي تجري في ظله كافة المعاملات المالية طويلة الأجل، ويتضمن القنوات التي تناسب اليها الاموال من قطاعات و مؤسسات و أفراد آخرين في نفس المجتمع أو في مجتمع آخر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص.2-3

<sup>2</sup> دينا وليد حنا الرضي، الاسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها و التجربة العربية، (القاها، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية جامعة الدول العربية، ط:01، 2015)، ص.04

<sup>3</sup> مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الاسواق المالية، (لبنان، الناشر مكتبة حسن العصرية، ط:2013، 01)، ص.87

ويعرف أيضا بأنه ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الادوات المالية و مشتري تلك الادوات وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق

بها<sup>1</sup>

### ثانيا: مفهوم السوق المالي الاسلامي

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على بورصه او سوق الاوراق المالية، كما يطلق بمفهومه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادها و مؤسساته و قطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد، وإنما في معاملات محددة، ومن هنا فان مصطلح السوق المالية الاسلامية يتضمن المعاملات المالية المنضبطة بالظوابط الشرعية

ومن المعلوم ان تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد اسواق اوراق مالية اسلامية ما لم توجد اوراق مالية اسلامية، ولن توجد هذه الاوراق ما لم توجد مؤسسات مالية اسلامية تصدرها وبنك مركزي اسلامي، أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصا بإصدارها وهكذا يمكن القول ان السوق المالية تشتمل على البنك المركزي و البنوك التجارية وشركات التامين وشركات الاستثمار المالي و المؤسسات المالية و بورصات الاوراق المالية و كافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية اسلامية فينبغي ان تخضع للظوابط الشرعية.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: مكونات السوق المالي الإسلامي

تمثل السوق المالية كلا من سوق النقد و سوق راس المال معا حيث يتم التعامل في سوق النقد بالتوظيفات قصيرة الاجل بينما يتم التعامل في السوق المالية بالتوظيفات طويلة الاجل<sup>3</sup>

#### 1- سوق النقد:

وهي السوق التي تتعامل بادوات الائتمان قصيرة الاجل مثل: النقود المتداولة و الشيكات و الكمبيالات وغيرها من الاوراق التجارية المقبولة الدفع

<sup>1</sup> وليد الصافي، انس البكري، الاسواق المالية و الدولية، ( عمان: دار المستقبل للنشر و التوزيع، 2008)، ص.16

<sup>2</sup> كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية اسلامية، قسم الاقتصاد و المصارف الاسلامية جامعة اليرموك، اردن، ص.3.

<sup>3</sup> حازم بدر الخطيب، "دور واهمية العائد و الاوراق المالية في اسواق المال الاسلامية"، مجلة العلوم الانسانية، ع:11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الاردن: جامعة اريد الاهلية، ماي 2007، ص.170



### 2 - سوق راس المال:

هي السوق التي تتعامل بأدوات الائتمان متوسطة وطويلة الاجل وتتداول فيها الاسهم و السندات، وغيرها من القروض ( التي تتراوح اجالها من 3-5 سنوات).

### 3-سوق الصرف:

ويتم التعامل فيها بطريقتين عاجلة و آجلة

-سوق الصرف العاجلة: يتم التعامل فيها عن طريق التحويلات البرقية و البريدية و الحوالات العاجلة إضافة الى الشراء النقدي.

-سوق الصرف الآجل: يتم التعامل فيه بالحوالات الاجلة و العقود المؤجلة.

لا توجد حود فاصلة بين الاسواق الثلاث ويستدل على هذه الاسواق بنوعية الاوراق و النقود المتداولة<sup>1</sup>

### المطلب الرابع: خصائص السوق المالي الاسلامي

يتم في السوق المالية الاسلامية اصدار و تداول الاصول المالية بنوعيتها اي الاصول التي تعبر عن الملكية كالاسهم و الاصول التي تعبر عن المديونية كالسندات بالاضافة الى انواع اخرى من القروض التي تصدر في شكل ادوات مالية قابلة للتداول، كشهادات الايداع و الاوراق التجارية... وغيرها<sup>2</sup> وتور السوق المالية الاسلامية جو المنافسة الضروري لتأمين حرية المبادلات بفضل مايسودها من انتظام في التعامل و معرفة بالاسعار وكبر عدد الباعين و المشترين مما يؤدي الى كثرة التعامل و التداول بدافع تحقيق الربح و دفع عجلة الاقتصاد الى الامام<sup>3</sup> تختص السوق المالية الاسلامية بمميزات وخصائص متعددة تميزها عن غيرها من الاسواق المالية التقليدية ويمكن ذكر اهم الخصائص التالية فيمايلي:

### 1- خلو عمليات السوق المالية من كافة المحظورات الشرعية:

تعد هذه الخاصية من اهم مايميز السوق المالية الاسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالي الاسلامي ان تكون اسلامية جميع تكون اسلامية ان تكون جميع عملياته خالية من اي محظور شرعي مثل: الربا، الغرر، القمار و الميسر... الخ ضف الى ذلك انها سوق تقل

<sup>1</sup> كمال توفيق خطاب، مرجع سابق، ص.3

<sup>2</sup> مبارك بن سليمان آل فواز، "الاسواق المالية الاسلامية من منظور اسلامي"، المملكة العربية السعودية، وزارة التعليم العالي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز اجات الاقتصاد الاسلامي، السعودية، مركز النشر العلمي، ط: 01، 2010، ص.5

<sup>3</sup> سليمان ناصر، "السوق المالية الاسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الاسلامي"، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، سطيف، يومي 25 و 26 ماي، 2003، ص.4

فيها المضاربة على اسعار الاوراق المالية الى حد كبير وذلك بسبب المنفع الشرعي للكثير من المعاملات التي تعد مجالا لعمليات المضاربة وبسبب السياسة المالية التي تفرض عبئا بسيطا على الامتلاك طويل الاجل

وتحدر الاشارة الى ان السوق المالية الاسلامية لا تقيد فيها الا الشركات التي تتعامل في المحرمات بيعا و شراء ولا بالفوائد اخذا و عطاء، اي انها سوق تتضمن فقط الشركات التي يكون نشاطها مشروعاً، ولا توافق على ادراج شركات يشوب تعاملها شيء من الحرام، وذلك لانه يحظر التعامل او المساهمة في شركات تعمل في نشاط او سلع محظورة شرعاً، مثل الخمر وما ياخذ حكمها تجارة، وصناعة لحوم الخنازير، و الشركات التي تعمل في أنشطة الملاهي و المراقص و النوادي الليلية، المؤسسات المالية و المصارف ذوي النشاط الربوي... الخ والى ذلك ذهب مجمع الفقه الاسلامي في دورة مؤتمره السابع بجدة سنة 1992 و في قراره رقم (7/63) حيث قرر مايلي:

أ - بما ان الاصل في المعاملات الحل فان تاسيس شركة مساهمة ذات اغراض و أنشطة مشروعة امر جائز.

ب- لا خلاف في حرمة الاسهام في شركات غرضها الاساسي محرم كالتعامل بالربا او المتاجرة بها.

ج- الاصل حرمة الاسهام في شركات تتعامل احيانا بالمحرمات كالربا و نحوه بالرغم من ان انشطتها الاساسية مشروعة.<sup>1</sup>

### 2- خضوع السوق المالية الاسلامية لهيئة الرقابة الشرعية:

تتميز المصارف و المؤسسات و الاسواق المالية الاسلامية عن غيرها من المصارف و المؤسسات بمزايا عديدة و متنوعة، لعل ابرزها هو وجود هيئات الرقابة الشرعية التي تعد احد اركان المصارف و المؤسسات المالية و الاستثمارية، وشرائها وصمام امانه الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه.<sup>2</sup>

### 3- التعامل بالادوات المالية المتوافقة و احكام الشريعة الاسلامية:

تنتج السوق المالية الاسلامية الفرصة للوحدات ذات العجز التمويلي وحتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المالية بطرق مشروعة من اصدار ادوات مالية اسلامية تنظبط بالظوابط الشرعية و قابلة للتداول في هذه السوق، فحتى تقوم السوق المالية الاسلامية على اسس متينة و مثبتة لا بد من وجود ادوات مالية اسلامية مصممة وفق شروط و احكام تسمح بالتعامل فيها بواسطة مختلف طوائف المستثمرين وتكون هذه الادوات ادوات ملكية و مشاركة و مساهمة في رؤوس اموال المشروعات. لا ادوات اقراض و اقتراض. وهو مايميز السوق المالية

<sup>1</sup> شافية كتاف، " دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية، دراسة تطبيقية لبعض الاسواق المالية العربية والاسلامية"، اطروحة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013-2014، ص. 28.  
<sup>2</sup> محمد زبدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية و التدقيق الشرعي في المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية"، مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري بدبي من 21 ماي الى 2 جوان 2009، ص. 18.

الإسلامية، حيث أنها سوق لا تشكل فيها لادوات الدين في تعاملاتها بل تشجع على تداول ادوات الملكية بشكل واسع وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع و الخدمات.

#### 4-الاهتمام بالسوقين الاولى و الثانوية بشكل متوازن:

تضم السوق المالية الاسلامية ضمن مكوناتها الاساسية سوقين مهمين: سوق اولى و سوق ثانوي

#### 4-1 السوق الأولي:

هو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية الاسلامية و المكتتب فيها. أي أنها سوق تباع و تشتري فيها اوراق مالية اسلامية جديدة تصدر لأول مرة، فهي إما تكون اوراق شركات حديثة التأسيس، او اوراق شركات قائمة تود زيادة رأسمالها بطرح اسهم جديدة للاكتتاب .

#### 4-2 السوق الثانوي:

فهو السوق الذي تتداول فيه الاوراق المالية الاسلامية التي سبق اصدارها وتم الاكتتاب فيها، اي ان محلها استثمار قائم

وما يلاحظ حول هذين السوقين ان هناك علاقة وثيقة تربط بينهما. فلولا وجود السوق الاولى التي تباع فيها الاوراق المالية الاسلامية لأول مرة لما كان هناك ما يتداول في السوق الثانوية، ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية من تلبية احتياجاتها التمويلية، وفي المقابل لولا الفوائد و المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الاولى في تصريف الاصدارات الجديدة من الاوراق المالية، باعتبار ان المستثمرين لن يقدموا على شراء الاوراق الجديدة الا اذا كانوا متاكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية. وبالتالي فان السوق المالية الاسلامية هي سوق تهتم بالسوقين الاولى و الثانوية معا و بشكل متكافئ على اساس ان معيار كفاءة الاسواق المالية هو مدة تمويلها للمشروعات المنتجة ولا تركز على حجم تداول الادوات المالي باعتباره مؤشرا هاما لتقدير مدى كفاءة السوق المالية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> شافية كفاف، مرجع سابق، ص. 29.

وتتسم الاسواق المالية الاسلامية بتداول الادوات المالية و تتميز عن غيرها من الاسواق بعوائد مرتفعة نسبيا لذلك استقطبت اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد اكبر من خلال فروق الاسعار<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: الشروط اللازمة لقيام السوق المالي الاسلامي و التحديات التي تواجهه

تندرج فكرة الاسواق المالية تحت قاعدة المصالح المرسله، ومما لاجدال فيه انها تساعد على تطوير الاعمال التجارية و الاقتصادية التي هي شريان الحياة لكل المجتمعات المتقدمة

وإذا كانت الاسواق المالية في عصرنا الحاضر عبارة عن تحقيق وسائل المقاصد الشرعية الخاصة بحفظ المال وتنميته فالجتمع البشري عامة و المسلمون خاصة بحاجة ماسة الى الاسواق المالية و تنظيمها و ضبطها لسد الحاجات العامة في الاستثمار. فالاسواق المالية تعالج فيها عدة أمور من حيث أنظمتها الادارية و الاجرائية المتطورة، وهذه داخله ضمن المصالح المرسله و السياسة الشرعية التي يقوم بها و لي الامر في الزام الناس بنوع من التنظيمات المناسبة ما دامت لا تتعارض مع الاصول الشرعية.<sup>2</sup>

### المطلب الاول: الشروط والظوابط الشرعية اللازمة لقيام السوق المالي الاسلامي

#### أولاً: الشروط اللازمة لقيام السوق المالي الإسلامي

تتمثل الشروط اللازمة لقيام سوق مالي اسلامي في النقاط التالية:

#### 1- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة:

حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية إيداعية لعملة الافراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الاقراض الى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم . لذا تشجيع السوق المالي الاسلامي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص و الذي بدوره يتحول الى عمليات استثمارية منتجة والتي لايمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية.

#### 2- تحويل المدخرات إلى استثمارات:

تعتبر السوق المالية الاسلامية من اهم الادوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعدة الى استثمارات، وذلك لكون هذه السوق مجالاً لاستثمار أموال الافراد في شراء الاوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأسمال مؤسسات صناعية او تجارية او عقارية.

<sup>1</sup> سميحة بن محياوي، "دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2014-2015، ص.15

<sup>2</sup> محمد صبري هارون، أحكام الاسواق المالية، الاسهم والسندات، (الاردن: دار الفنائس للنشر و التوزيع، ط:02، 2009)، ص.70

### 3- إنشاء البورصات للاسواق المالية:

تعتبر بورصات الاوراق المالية من اجهزة الادخار و الاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كلا من القطاع العام و القطاع الخاص دوره في هذا الشأن.

### 4- الاهتمام بوسائل الاعلام ومراقبتها:

تكوين الشركات او طرح الاسهم و السندات لابد ان يكون مصحوب باعلان مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف امواله ولابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الاعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين وحتى تكون هذه الاعلانات ذات صبغة جدية.

### 5-وجود حد ادنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة:

تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجلب رؤوس الاموال و تحويلها من الادخارات الخاصة الى استثمارات طويلة الاجل.<sup>1</sup>

### 6-الافصاح عن المعلومات بشكل دقيق:

لقد اعطى الاسلام اهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرم اعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول صلى الله عليه وسلم ﴿ البيعان بالخيار ما لم يفترقا او فان صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وان كتما وكذبا محقت بركة بيعهما ﴾ رواه البخاري، وهنا صدقا و بينا تفيد ضرورة الافصاح و البيان فالغش في اعطاء معلومات عن سعر السلعة واية معلومات تتعلق بقيمتها محرم، و أكد علماء الاسلام على ان اية عملية تعاقد يجب ان تخلو من الغش و الجهالة و بالتالي فان تاسيس سوق يتسم بالشفافية هو امر في غاية الاهمية<sup>2</sup>

### ثانيا: الضوابط الشرعية لقيام سوق مالي اسلامي

تتمثل في الالتزام بالقيم الاسلامية اليمانية و الاخلاقية و السلوكية في كل الامور و منها المعاملات في السوق المالي كون التخلي عن هذه القيم من الآثار السلبية لحدوث الازمات المالية الناتجة عن ممارسة الاحتكارات، او التدليس او المقامرة فهي معملات محرمة تقتضي ضوابط السوق المالي الاسلامي الابتعاد عنها<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، "سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق" دراسة حالة سوق راس المال في ماليزيا"، رسالة مقدمة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في ادارة الاعمال، كلية التجارة قسم الاعمال الجامعة الاسلامية غزة، 2007، ص.22

<sup>2</sup> خالد محمود الزهار، رامي الصالح عبده، نحو سوق مالية اسلامية، المؤتمر الاول للاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة، المنعقدة بكلية التجارة في الجامعة الاسلامية غزة في الفترة من 8-9 مايو 2005، ص.16

<sup>3</sup> جمال لعامرة، رايس حدة، "تحديات السوق المالي الاسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية"، بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص.7.

1. ان تكون الشريعة الاسلامية مصدر اية قوانين او لوائح ضرورية لتنظيم وادارة نشاط السوق الثانوية و الرقابة عليها، وفرض الاحكام التأديبية اللازمة في حالة المخالفات، ولا مانع من الاستفادة من بعض القوانين أو اللوائح في الاسواق الثانوية القائمة حاليا في بعض البلدان الاسلامية التي سمحت بالنشاط المالي الاسلامي، وذلك بعد التأكد من هذه القوانين أو اللوائح غير متعارضة مع قواعد الشريعة الاسلامية وتحقيق مقصدها.
2. الالتزام بمبدأ حرية الدخول الى السوق وحرية المعاملات فيها وعلى ذلك لايصح فرض اية قيود تمنع اي مسلم عاقل من ممارسة اعمال السمسرة، او الوساطة المالية او البيع و الشراء في السوق ، و الالتزام بهذا المبدأ يعني في الواقع منع قيام أي احتكارات أو تكتلات من قبل السماسرة أوالوسطاء أو بعض المصالح الكبيرة.
3. منع تداول اية اوراق مالية الا بعد التأكد من خلوها من الربا و انها لن تستخدم في تمويل مشاريع محرمة أو ضارة بالمسلمين، او بالمجتمعات الاسلامية وانها صدرت من قبل شركات او هيئات ذات سمعة محمودة في الاوساط الاسلامية و الاقتصادية او عن طريق بعض البنوك الاسلامية المعروفة.
4. وجود قواعد ولوائح ناظمة للنشاط و كفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة و الغشو الغبن والغدر و حماية السوق من حمى المضاربات السعرية بصفة عامة وقطع دابرالمضاربات السعرية غير الشرعية<sup>1</sup>.
5. الالتزام بالصدق و الامانة و القناعة وتجنب المعاملات الوهمية كذلك تجنب بيع الدين بالدين وبيع ماليس عندك و بيع المعدوم<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نعيمة برودي، "التصكيك الاسلامي حجر الاساس لقيام سوق الاوراق المالية الاسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الاسلامية"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بتلمسان الجزائر، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013، ص.11

<sup>2</sup> حسين حسين شحاتة، احكام المعاملات في سوق الاوراق المالية ( حكم التعامل في البورصة ) جامعة الازهر من الموقع الالكتروني : [www.darelmashora.com/download.ashx?Docid=2525](http://www.darelmashora.com/download.ashx?Docid=2525) (26-04-2017)

### المطلب الثاني: أهمية السوق المالي الإسلامي

تشكل الأسواق المالية حجر الزاوية في النظام المالي العالمي حيث أنها تقوم على خدمة المدراء الماليين و الأفراد كما تسهل للحكومات و الشركات بالحصول على تمويلها من خلال هذه الأسواق و الأسواق المالية تمثل الهيكلية التي من خلالها يتم تدفق الأموال وتبرز أهمية الأسواق المالية الإسلامية في كل من السوق النقدية و سوق راس المال كما يلي:

#### أولاً: أهمية السوق النقدية

ترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي الى دورها في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية في تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة<sup>1</sup>. حيث تعتبر احد المعابر الأساسية للحصول على التمويل قصير الأجل لسد احتياجات المؤسسات المالية الإسلامية من السيولة العالية للادوات المالية المتداولة وذلك لاعتبارات قصر آجال الاوراق المالية<sup>2</sup>، ومن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقترض امكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الاجل بسرعة الى ارصدة نقدية سائلة. ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم الاحتياطات النقدية التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة او طويلة الاجل وكلها من الامور الحاسمة عند رسم السياسة النقدية الى جانب ذلك اهمية السوق النقدية وتوفر ادوات الدفع للجهاز المصرفي وبذلك يتمكن هذا الاخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من تجارة، صناعة و استهلاك فالمشروعات الاقتصادية تحتاج اثناء تنفيذ خططها الانتاجية السنوية الى اصول نقدية سائلة لشراء المواد الاولية ودفع الاجور للعمال واستيراد عناصر الانتاج و غيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الانتاجي و تجده كما ان الافراد يحتاجون الى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة خاصة عن مواجهة متطلباتهم وكذلك الامر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية و الطارئة والتي تتجاوز الاعتمادات الوارده في الميزانية و يعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداما للموارد النقدية و التسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع الى ضمانات مصرفية و اعتمادات مفتوحة، يستطيع من خلالها ان يغطي احتياجاته من الاصول النقدية لتأمين استيراد بضائعه من الخارج او تسويق منتجاته في الداخل ومن خلال العمليات المتقدمة تجد البنوك التجارية مجالاً لتوظيف فوائدها النقدية لديها و المتمثلة في الارصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي (السيولة) عن طريق عرضها في السوق النقدية ومن الواضح ان

<sup>1</sup> نجلاء محمد ابراهيم بكر، اسواق المال وادارة الاستثمار، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر، ص.11.

<sup>2</sup> قاسمي عبد الغاني، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية،

من الموقع الالكتروني: [www.academia.edu/06-05-2017](http://www.academia.edu/06-05-2017)

النظام صلاحية السوق النقدي لتأمين سيولة المصرفي او لتوفير اسباب نفاذ سياسات البنك المركزي انما يتوقف على مدى نمائه، و يستدل على نماء السوق النقدي بمقدرة ما يتصف به من سعة وما يتمتع به من سيولة و نشاط<sup>1</sup>

أما فيما يتعلق بمدى استفادة المؤسسات المالية الإسلامية من المزايا التي يتيحها سوق النقد فانه يجب أولا التأكيد على ان الفلسفة التي تقوم عليها الأدوات المتداولة في في سوق النقد تشكل قيدا على المؤسسات المالية الإسلامية، حيث أن كل المعاملات المالية المستندة على الفائدة محرمة شرعا وبالتالي لا بد من تطوير أدوات مالية إسلامية قصيرة الأجل لا تتضمن علاقة الدائنية و المديونية وفي نفس الوقت تراعي إعتبارات ادارة السيولة والموجودات في المؤسسات المالية الإسلامية. ولكل هذه الأسباب وغيرها فقد طور الفقهاء الماليين بالمؤسسات المالية الإسلامية فكرة الصكوك كبديل عملية بديلا للسندات القائمة على الفائدة والصكوك عبارة عن أدوات ملكية ولكن قصيرة الاجل صممت لتلبية احتياجات المتعاملين فيها من الجمهور، حيث تعتبر صكوك المضاربة وثيقة محددة القيمة التي تصدر باسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها بقصد تنفيذ مشروع استثماري يكون قابلا للتداول وفق احكام هذا القانون، ومن هذا التعريف يتضح ان الصك اداة ملكية لجمع الاموال من المستثمرين، ويمثل ملكية صاحبه الموثقة و الشائعة في موجودات المشروع تاسيسا على ان الصك اداة ملكية لذلك فان لاصحابه الحق في الارباح التي يحققها المشروع، وكذا قابلية الصك للتداول في البورصة وهذه تمثل ميزة تنافسية مفيدة جدا للمؤسسات المالية التي تساعد في ادارة سيولتها عبر ادوات النقد<sup>2</sup>

### ثانيا: اهمية سوق راس المال

وتبرز اهمية سوق راس المال في عدة نقاط تتمثل فيمايلي:

1. سوق راس المال تشجع الافراد و المؤسسات على استثمار مدخراتهم نظرا لمرونة التعامل في الاوراق المالية مقارنة بالانواع الاخرى من الاستثمار كانشاء المشروعات او شراء الاراضي و العقارات .
2. تعطي سوق راس المال مزايا استثمارية لا توفرها وسائل الاستثمار الاخرى من حيث امكانية استثمار اي مبلغ سواء كان كبيرا او صغيرا و لأي فترة زمنية.

<sup>1</sup> بجلاء محمد ابراهيم بكر، مرجع سابق، ص. 12.

<sup>2</sup> قاسمي عبد الغاني، مرجع سابق



3. لا يشترط ان يكون المستثمر خبيراً في الاستثمار في سوق المال، بل يمكن ان يعهد الى وسيط مالي او شركة متخصصة تختار له استثماراته.
  4. امكانية تنوع ادوات الاستثمار بين سندات حكومية واسهم في شركات مختلفة.
  5. سهولة تداول الاوراق المالية في البورصة و بالتالي يمكن بسهولة تحويل الاصول المالية الغير سائلة الى نقود سائلة باقل خسارة مقارنة بالبدائل الاستثمارية الاخرى.
  6. مساعدة رجال الاعمال على تنفيذ مشروعات ضخمة قد يعجزو عن انشائها بمفردهم.<sup>1</sup>
- وعموما فكلما من السوق النقدي و سوق راس المال يشكلان في النهاية اسواق الاستثمار المالي الذي يتم تداول الادوات الاستثمارية فيها بغية استغلال الفرص الاستثمارية المرجحة ذات العائد المجزي وباقل التكاليف وبما يضمن بالمقابل مصلحة الاطراف المتعاملة من خلال توجيه الادخارات، ليؤدي كل سوق دوره بالغ الاهمية في الحياة الاقتصادية و العمل على استقطاب رؤوس الاموال و توظيفها توظيفا امثل.<sup>2</sup>
- وفيما يتعلق بآلية عمل السوق المالي الإسلامي فقد تمت الدعوة لأسلمة الأسواق المالية في البلدان الإسلامية بعد الخطوة الأولى نحو إنشاء سوق مالي إسلامي. أما الخطوة الثانية فتتمثل في ضرورة إخضاع عمليات التداول بهذه الأوراق المالية لكل من القانون الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي في الإسلام، حيث يتطلب الأمر إجراء تقييم من وجهة نظر الفقه الإسلامي لمختلف طرق التعامل في السوق المالي بهدف تحديد الطرق المقبولة والطرق غير المقبولة شرعا. اما الخطوة الثالثة فهي تتمثل في ضرورة إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتفعيل هذا السوق المالي. علما بأنه لا بد من الإارة أن الإسلام لا يمانع من وجود الوسطاء الماليين بشكل مطلق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الحفيظ حزان، "تفعيل دور اسواق الاوراق المالية واثرها على النمو الاقتصادي دراسة "سوق عمان للاوراق المالية من 2002 الى 2013"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2013-2014، ص.15

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص.16

<sup>3</sup> حازم بدر الخطيب، مرجع سابق، ص.177

### المطلب الثالث: اهداف السوق المالي الاسلامي

تمثل اهداف السوق المالي الاسلامي فيمايلي:

- ✓ المساهمة في تنشيط و تنمية التمويل الاسلامي للمشروعات الاسلامية متوسطة و طويلة الاجل و ذلك بتسيير وتنظيم ضمانات شرعية مناسبة لعمليات شراء و بيع الاوراق المالية الاسلامية وفقا للاسعار الجارية وعلى **micro** المستوى الجزئي يتضمن تحقيق هذا الهدف العملي بقاعدة رفع المشقة وجلب التيسير للمتعاملين في الاوراق المالية، كما يتضمن حمايتهم من عواقب الجهالة ومن الغبن و الوقوع في أيدي بعض الوسطاء و الاحتكارين، اما على المستوى الكلي **macro** فيتضمن تحقيق هذا الهدف المساهمة في بناء الاقتصاد الاسلامي داخليا و بالتالي القضاء على التبعية الاقتصادية التي تعاني الدول الاسلامية منها حاليا.
- ✓ تنمية السلوك الاستثماري الرشيد لدى المتعاملين من خلال نشر معلومات كافية عن المراكز الاقتصادية و المالية الحقيقية للمشروعات أو الشركات الاسلامية التي تتداول اوراقها في السوق و تحقيق هذا الهدف الذي يركز على " قاعدة الدين النصيحة" يسهم في تحقيق هدف افضل استخدام ممكن للموارد الاقتصادية في الاجل الطويل.
- ✓ حماية المتعاملين في الاوراق المالية و المؤسسات و الشركات لهذه الاوراق و النشاط الاقتصادي للمجتمع الاسلامي من المضاربات السعرية للاوراق المالية المتداولة، اما حماية السوق و النشاط لاقتصادي الاسلامي من هذه المضاربات فيكون عن طريق منع جميع الاسباب المؤدية اليها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هند مهداوي، مرجع سابق

المطلب الرابع: التحديات و المعوقات التي تواجه السوق المالي الاسلامي

أولاً: التحديات التي تواجه السوق المالي الاسلامي

يتبين لنا ان المصارف الاسلامية قد بدأت تهتم في استثمارتها المباشرة بالجانب الذي يختص بأسواق المال لكن بالرغم من ان استثماراتها في هذا المجال في تزايد مستمر الا انها لازالت تستمر بنسب منخفضة لحد ما ولازالت استثماراتها مرتبطة في معظمها بأسواق المال المحلية بالرغم من وجود مؤشرات خاصة بالتعامل الاسلامي في اسواق المال العالمية وهذا يرجع لعدة اسباب نكر منها:

- ✓ عدم وجود الخبرات الفنية الكاملة خاصة فيما يتعلق بالحللين الماليين للأسواق و الاستثمارات المباشرة
- ✓ هناك اختلافات بين لجان ومجالس الرقابة الشرعية من بلد لآخر وربما كان من مصرف لآخر في بعض الاحيان داخل البلد الواحد
- ✓ عدم اصدار صكوك عالمية وذلك لعقبات فنية مرتبطة في معظمها بالتصنيف المالي و المخاطر التي ترتبط في معظمها بالمصارف الاسلامية.

- ✓ لازالت اسواق المال الاسلامية في حاجة ماسة لمزيد من المنتجات الاسلامية المبتكرة و المجازة شرعا .
- ✓ ان الانظمة الضرائبية وقوانين و لوائح الاستثمار باختلافاتها من بلد لآخر واطافة لذلك انخفاض نسبة الشفافية قد اثرت سلبا على تعاملات المصارف الاسلامية في اسواق المال العالمية و المحلية.

- ✓ الاختلافات الفقهية بين الشرق الاوسط و الشرق الاقصى خاصة في ماليزيا مما أعاق وولها الى دول المشرق العربي وذلك لتبنيها بعض الاراء الفقهية التي خالفت فيها رأي

الجامع الفقهية و جماهير أهل العلم في هذا العصر.<sup>1</sup>

ثانياً: المعوقات التي تواجه السوق المالي الاسلامي

رغم الامكانيات المادية و المعنوية التي تجعل الوق المالية الاسلامية املا يمكننا فان الواقع يؤكد انها مازالت حلما مستحيلا بعيد المنال لعدة اسباب تتمثل اهمها فيما يلي:

<sup>1</sup> هند مهراوي وآخرون، "الاقتصاد الاسلامي، واقع وآفاق السوق المالية الاسلامية دراسة بعض تجارب البلدان الاسلامية و الغربية، الواقع... و رهانات المستقبل"، الملتقى

الدولي الاول لمعهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، عين تيموشنت، ايام، 23 و 24 فيفري، 2011

- ان معظم الدول الاسلامية تعتمد في صادراتها على السلع الاولية، بالاضافة الى التبعية الاقتصادية للدول الغربية المتقدمة، و تشابه الصناعات في الدول الاسلامية و الخلافات السياسية و التخلف العلمي
- عدم استقرار الجو السياسي بين الدول الاسلامية و العربية، وهذا التنافر احيانا له تأثير بالغ على مجمع حركة التعاون الاقتصادي وله اسوء الاثر على قيام السوق الاقتصادي اما على الصعيد الاسلامي فمن الملاحظ تشابه الصناعات الاستهلاكية الخفيفة كصناعات الاغذية و المشروبات و المنسوجات، كما ان هناك بعض الدول غير منتجة و غير مصدرة فلا تقدم اي منافع
- حرص الدول الاسلامية باعتبارها دول نامية على صناعاتها المحلية لان تلك الصناعات تشكل القاعدة لمستقبلها الصناعي، ولذلك التعريفات الجمركية توضع لحماية الصناعات الوطنية تكون مرتفعة جدا يضاف الى ذلك عدم توفر شبكة حديثة متناسقة من وسائل النقل و طرق المواصلات بين الدول العربية و الاسلامية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> احمد غانم، مرجع سابق

المبحث الثالث: مقومات السوق المالي الإسلامي ووظائفه

يقدم السوق المالي الإسلامي فرصة هامة جدا لكل المستثمرين المسلمين فهي تسمح لهم بالتعامل في هذه السوق بالادوات المالية الإسلامية بدلا من حرمانهم من فوائدها و مميزاتا فيمكن لاصحاب الاموال السائلة من الاستثمار فيها دون الوقوع في الربا فيتمكن بذلك من تقليل خسائره و امكانية التعرض للمخاطر ومن مقومات السوق المالي الإسلامي الذي تظبطه احكام الشريعة الإسلامية هي ادواته ووظائفه حيث يسعى دائما الى تحقيق مصلحة الفرد و الجماعة و الدفع بعجلة التقدم من خلال انتاج الطيبات

المطلب الاول: مبادئ السوق المالي الإسلامي ومقوماته

أولاً: مبادئ السوق المالي الإسلامي

ان من اهم مبادئ الاقتصاد الإسلامي انه لا يوجد تناقض بين الاهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الافراد في السوق الإسلامية وذلك يتم من خلال

**1- الالتزام بالظوابط الاخلاقية و الشرعية:**

والتي تعتبر ركيزة اساسية لقيام اي سوق اوراق مالية اسلامية

**2- المنافسة الحرة و العادلة:**

اي يجب ان تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس الظوابط الاخلاقية و الشرعية

**3- حرية الاسعار:**

وتكون مبنية على آلية العرض و الطلب، ومن المعلوم ان السوق الذي تسود بها المنافسة الكاملة فان اسعارها تتحدد آليا وفق آلية العرض و الطلب

### 4- الاستثمار الحقيقي وليس الاستثمار الوهمي:

ونعني بها عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترحيح من حيث الوقت و المكان و تصبح غاية في حد ذاتها وبالتالي تصبح العمليات كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي<sup>1</sup>

### 5- الافصاح:

ولقد اعطى الاسلام اهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق فحرم اعطاء معلومات غير صحيحة للمشتريين و امر بتوفير كامل المعلومات للمشتريين و البائعين على جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها ولا سيما اذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة

### 6- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:

ان شروط تحقيق تقدم في الاقتصاد ان تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما يميز به الاقتصاد الاسلامي، ويرجع ذلك بالمثل على الاسواق المالية الاسلامية<sup>2</sup>

### ثانيا: مقومات السوق المالي الاسلامي

تتمثل مقومات السوق المالي الاسلامي بما يلي:

#### 1- المكان:

ويتبدل مفهومه اتساعا وضيقا، قريبا و بعدا، كما وكيفا.

#### 2- الزمان:

وهو اجتماع التداول

<sup>1</sup> خالد محمد الزهار، مرجع سابق، ص. 15.

<sup>2</sup> احمد محمد ناصر، الاسواق المالية الاسلامية مبادئها و ادائها على الموقع الالكتروني:  
[www.kantakji.org/fqh/f.les/banks/101044\(1-05-2017\)](http://www.kantakji.org/fqh/f.les/banks/101044(1-05-2017))

### 3- السلع و الخدمات:

وهي كل ما يتاجر بها و تقوم على شروط:

- ان تكون مما لا اثم فيه
- ان تكون لها حرية الانتقال ماديا و معنويا
- ان تترك تحديد اسعارها وفقا لقوى السوق من خلال آلية العرض و الطلب

### 4- وسائل الدفع:

وهي الوسائل التي يتم بها تداول قيم السلع و الخدمات بين البائعين و المشترين.

### 5- أدوات القياس:

وهي تختلف باختلاف الزمان و اختلاف الحاجة، وهي الموازين و الاوزان و المقاييس و المكاييل وغيرها

### 6- البائعون و المتابعون:

وهم عماد السوق، سواء كانوا تجارا او مستهلكين، ولهم في الاسلام ظوابط شرعية يقومون عليها

### 7- القائمون على السوق:

وهم اللذين فوضهم ولي الامر بالاشراف على السوق، لتأمين سلامة العمل فيه و يطلق عليه اسم المحتسب.<sup>1</sup> كما ورد في الفقه الاسلامي

حيث يقوم على نظام الحسبة في مجال السوق الاسلامية بالوظائف التالية:

- مراقبة المعاملات و منع العقود المحرمة
- مراقبة الصناعات و اعمال الحرفيين واصحاب المهن
- وضع مواصفات للسلعة و معايير لجودة الانتاج<sup>1</sup>

<sup>1</sup> بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الاوراق المالية دراسة المقومات و الادوات من وجهة نظر اسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2007-2008، ص. 71.

## المطلب الثاني: وظائف السوق المالي الإسلامي

تنبع أهمية الاسواق المالية مما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة الاقتصاد عن طريق تجميع مدخرات الافراد والمؤسسات و تحويلها الى قنوات استثمارية مفيدة كالاوراق المالية، فهي تؤدي دورا رئيسيا في جميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار و الادخار و المدفوعات و السياسات النقدية وتكمن مهمتها الاساسية في نقل مدخرات وحدات الفئض من مؤسسات و افراد الى وحدات العجز من المستثمرين سواء كانوا افرادا او مؤسسات او حكومات وتقوم الاسواق المالية في هذا المجال الاقتصادي بالوظائف التالية:<sup>2</sup>

### 1-تامين السيولة:

الاسواق المالية بجناحيها سوق النقد و سوق راس المال تنتج وعاءا فعالا لادارة السيولة في الجهاز المصرفي وهو يغطي سوق النقد و جزء من سوق راس المال يتيح ادارة السيولة بمرونة كبيرة بحيث يستطيع الشخص و هو يودع نقوده في هذا الجهاز ان يواجه بسهولة ويسر وسرعة كبيرة احتياجاته للنقود سواء للاستهلاك او المضاربة للحصول على دخول او للاحتياط.<sup>3</sup>

### 2-تشجيع الادخار:

حيث تقوم بتشجيع الافراد و المؤسسات على الادخار وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم الى استثمارات في الاسهم والسندات و غيرها من ادوات التعامل في الاسواق المالية للحصول على مردود ملائم لمستوى مخاطر ملائم

### 3-المحافظة على الثروة و تنميتها:

تعتبر الاسهم و السندات وغيرها من الادوات التي يتم التعامل بها في الاسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيم (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة اليها في المستقبل فيتم بيعها ولا سيما ان الاوراق المالية لاتستهلك او تتآكل بمرور الزمن بل على العكس تولد ارباحا فانها بذلك تساعد على نمو ثروة من يتقنها

<sup>1</sup> علاء الدين الرفاتي، السوق و مكانتها في الاسلام، 2006، ص.8 من الموقع الالكتروني:

Iefpdia.com/arab/wp.centent/uploads/2009/09/kkk5.bdf ( 2017-04-04 )

<sup>2</sup> دما وليد حنا الرضي، مرجع سابق، ص.4

<sup>3</sup> رفعت السيد العوضي، "الاسواق المالية في الاقتصاد المعاصر و الاقتصاد الاسلامي"، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، جامعة الاردن في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010، ص.15



### 4- تسهيل المدفوعات:

بواسطة الادوات المالية ذات العلاقة كالكمبيالة، البطاقات الائتمانية، القبولات... الخ و التي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية و الاقتصادية المختلفة

### 5- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:

وذلك يكون من خلال التنوع، التامين و التحوط او ما يعرف بالتغطية

### 6- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية:

وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستخدم اسلوب عمليات السوق المفتوحة و المقصود بها انه اذا اراد البنك المركزي مكافحة التضخم فانه يلجا الى اساليب منها: ان يسحب جزء من الكتلة النقدية من يد الجمهور و البنوك فيطرح في الاسواق المالية ادوات مالية ( اسهم واذونات الخزينة ) وبيعها باسعار تعود على المشترين بعوائد مغرية، و اذا اراد مكافحة الركود يضخ في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات واذونات واوراق مالية اخرى<sup>1</sup>

### 7-المشاركة في تحقيق توازن الاقتصاد:

وظيفة الاسواق المالية هي تحقيق التوازن في المستوى الذي تعمل فيه او عليه للوصول الى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم او الكساد وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض و الاستثمار في الاقتصاد<sup>2</sup>

<sup>1</sup> زياد رمضان ومروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، 2017/03/17، ص. 9-11، من الموقع الالكتروني [www.neelwafurat.com](http://www.neelwafurat.com) (05-04-2017)

<sup>2</sup> رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الاوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010-2011، ص. 17

## المطلب الثالث: ادوات السوق المالي الاسلامي

ادوات السوق المالي الاسلامي هي اوراق او سندات او صكوك مصممة على اسس اسلامية تصدر من قبل الشركات و المؤسسات المالية و الاقتصادية او من قبل الحكومة ليتم تداولها وتتنوع ادوات السوق المالي الاسلامي نذكر منها مايلي:<sup>1</sup>

### 1- ادوات المشاركة:

اي سندات المشاركة المستمرة و المتناقصة حيث يقوم المتعاملين ابرام عقد مشاركة تتمثل في سندات يمثل كل سند حصة أو اسهم مشاركة في راس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لادارة المشاركة بحسب شروط نشرة الاصدار مع الاخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة ويتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الاسلامي و تحديد نوع المشاركة اذا كانت مستمرة او متناقصة وذلك لقاء عائد فعلي حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح او خسارة<sup>2</sup>

### 2- ادوات البيوع ( المرابحة و السلم ):

حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي باصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في راس مال المشروع لتمويل السلع و البضائع الحالة كما في المرابحة و الموجلة كما في السلم و الاستصناع و ذلك لقاء عمولة لهذه الجهة و تتولى هذه الجهة متابعة المستحقات و توزيع الارباح الفعلية لاصحاب السندات او الاسهم<sup>3</sup>

### 3- ادوات المنافع:

وهي سندات الاجارة التي تقوم على اساس عقد الاجارة المعروف في الفقه الاسلامي حيث تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلا بشكل منتظم باصدار سندات اجارة للتداول بين المتعاملين و يمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزء من الايراد المتحقق، او تقوم جهة معينة بشراء اصول ثابتة مثل معدات او سيارات وتقوم باصدار سندات تمثل مجموعها راس مال هذه الاصول وتقوم بادارتها من تاجير و صيانة وتأمين لقاء عمولة، زمن ثم تحويل الصافي المتحقق لحاملي السندات او الاسهم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> هند مهداوي وآخرون مرجع سابق

<sup>2</sup> احمد محمد نصار، الاسواق المالية، مبادؤها وادواتها، 2006/10/8 من الموقع الالكتروني:

[www.kantakji.com/merkets/اسواق مالية اسلامية/asp.aspx](http://www.kantakji.com/merkets/اسواق مالية اسلامية/asp.aspx) اسواق مالية اسلامية ( 2017-04-04 )

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>4</sup> هند مهداوي مرجع سابق

### المبحث الرابع: دور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الإسلامي

تواجه الصكوك الإسلامية عدة تحديات لا يبرز دورها الفعال في تفعيل السوق المالي الإسلامي وهو ما يستدعي بالضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تتميز بالمصداقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية و الاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية

لأن تطوير السوق المالي الإسلامي و توسيع نطاقها يتطلب تطوير و ابتكار صكوك إسلامية و تشجيع تسويقها و الابتعاد عن محاكاة الأدوات المالية التقليدية

#### المطلب الأول: أهمية ادراج الصكوك الإسلامية في تنشيط وضعية السوق المالي الإسلامي

توضح الأهمية الكبيرة و الدور الفعال للصكوك الإسلامية المدرجة و المتداولة في بورصات الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

✓ ان ابتكار أدوات مالية و استثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار و توجيه المدخرات الى قنوات الاستثمار المختلفة وهو ما يعد امرا حيويا لدفع النمو الاقتصادي و تنشيط الاقتصاد حيث تتعدد أنواع و آجال الصكوك فيمكن اصدار الصكوك على حسب القطاع الذي يوجد في المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف قطاعات الزراعة، الصناعة العقارات

✓ تقدم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بديلا قريبا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية بديلا قريبا للمعاملات المصرفية، فعندما تتنوع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية و تنظيم قواعد المعاملات بما تصبح تلك الأدوات أكثر اعلاء للمدخر و دائع المصارف و تصبح مصدر افضل للاستثمار بالنسبة للمستثمرين

✓ تعد الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمة و الواعدة و البديل الشرعي للسندات التقليدية ويمكن ان تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية و تساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي من خلال تداول الصكوك و الأوراق المالية الإسلامية في السوق المحلية الدولية<sup>1</sup>

<sup>1</sup>كتاف شافية، "أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية الإسلامية"، مجلة الباحث، مرجع سابق، ص. 110

- ✓ تنظم الجهات الرقابية و التشريعية عمل المؤسسات المالية الاسلامية نحو تطوير انظمة وتشريعات وبنى تحتية تتناسب مع حاجة وطبيعة الصناعات المالية الاسلامية<sup>1</sup>
- ✓ ان تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على توسيع اصدار الصكوك الاسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بما يساهم في تعظيم وتوطين المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار
- ✓ توسيع تشكيلة الادوات المالية الاسلامية في التي تشمل صكوك السوق الشركات و المؤسسات، وصكوك المصارف الاسلامية، و الصكوك الحكومية على تنوع في اشكال هذه الصكوك
- ✓ توسيع قاعدة للمؤسسات المشتركة في السوق المالي و التي تتعامل في الصكوك الاسلامية اصدارا و تداولا، وذلك اذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق المالي.
- ✓ ان ازدياد كمية ونوعية الصكوك الاسلامية سيؤدي الى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عنها من تعميق السوق و اتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع اصدار الصكوك و التعامل بما في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية و الاستثمارية وعموما فانه وكما يجري مع السندات التقليدية، فان مصدرو الادوات المالية الاسلامية يفضلون ادراج صكوكهم في البورصات وذلك من اجل تعزيز الطلب العالمي على اوراقهم المالية، فكلما كانت الصكوك الاسلامية مدرجة كلما سهل ذلك عملية تسيلها<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد الجارحي، عبد العظيم جلال ابو زيد، "اسواق الصكوك الاسلامية و كيفية الارتقاء بها"، مركز ابحاث فقه المعاملات الاسلامية، من الموقع الالكتروني: (06-05-2017) [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)

<sup>2</sup> كتاف شافية ، مرجع سابق. 111

## المطلب الثاني: رؤية مستقبلية لتطوير الصكوك الإسلامية

ان تنوع الادوات الإستثمارية واتاحة أكثر من بديل اما المستثمرين يضيفي النجاح والتميز على اداء الأسواق المالية والبورصات و يعتبر من ابرز عوامل نموها وتماسكها لذلك كان من الضروري استعجال اصدار التشريعات و الطوابط المنظمة للسوق المالي الاسلامي خاصة تلك التشريعات التي من شأنها تطوير عمل عمل السوق من خلال طرح ادوات جديدة ومنها الصكوك الاسلامية التي باتت الخيار المثالي للتمويل سواء للشركات التقليدية او الاسلامية على حد سواء.<sup>1</sup> مما حتم ضرورة تطويرها وابتكارها حتى تتوافق مع متطلبات المرحلة وذلك من خلال توفر المرتكزات التالية:

### 1- التوثيق و الافصاح للمعلومات و الرقابة:

وذلك لضمان الالتزام بالطوابط الشرعية التي تتأسس على اساس علاقات صحيحة و معلومة، حفظا لاموال الناس من العبث و التصرفات الفاسدة، و حماية المدخر و ترشيد المستثمر. ان السوق المالي الاسلامي الذي تتداول فيه الصكوك الاسلامية لا تنتظم الا اذا تحقق فيها الافصاح الكامل. وذلك بتوفير ونشر المعلومات و البيانات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الاوضاع الحقيقية للمؤسسات و بذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات و المعلومات مما يعزز الجدية و الامان<sup>2</sup>

### 2- توفير سوق مالية اسلامية كفؤة:

العمل على إنشاء سوق مالية اسلامية تضمن تسويق المؤسسات المالية الاسلامية منتجاتها من خلالها وتأمين السيولة اللازمة لها حيث ان هذه المؤسسات تواجه تحديات كبيرة و عوائق عديدة في تسويق منتجاتها و إيجاد التمويل المناسب لها من خلال الاسواق التقليدية . فيجب أن تتسم هذه السوق بالعمق و الاتساع حتى تجذب الصكوك الاسلامية مجالا للتسييل و دور هذه السوق يتمثل في توسيع قاعدة المتعاملين وتشجيع المستثمرين كما تساعد على التسعير و التخصيص الامثل للموارد المالية و تتيح تعبئة الموارد المالية عن الاصدارات العامة بدلا من اللجوء الى المدخريين بصفة مباشرة.

<sup>1</sup> محمد سليمان العمر، "الصكوك الاسلامية ابرز أدوات تطوير عمل البورصة"، منتدى الاقتصاد الاسلامي ، 2015،

من الموقع الالكتروني: (2017-05-06)islamic.go-forum.net

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص. 257.

### 3- توفير مراكز معلومات:

من الضروري توفر النظام المالي الإسلامي على مراكز المعلومات عن الفرص الاستثمارية و ربحيتها و المستثمرين و أوضاع الشركات و السوق و الاسعار، و المنافسة وتحليلها وتصنيفها و تقديمها الى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على اساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار و رفع الكفاءة.

### 4- التميز في خدمة المجتمع:

على المصارف الإسلامية طرح صكوك تلي الاحتياجات التمويلية للقطاعات النفعية و الخيرية من خلال الاستفادة من الافكار المتعلقة بالزكاة و الوقف و الصدقات في المصادر الفقهية و تطبيقها في الواقع العملي حتى تتميز في المجتمع و تلي حاجاته الروحية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص. 259.

### خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل الى التعريف بالسوق المالي الاسلامي حيث يعتبر فرصة هامة لكل مستثمر مسلم تمكنه من تحقيق ارباحه من خلال القيام بمشاريعه عن طريق الكسب الحلال بعيدا عن المعاملات الربوية وتطرقنا الى نشاته ومفهوم السوق المالي الاسلامي ومكوناته واهم الادوات المالية الاسلامية التي يتم التعامل بها في السوق المالي الاسلامي واهم الخصائص التي تميزه عن غيره من الاسواق التقليدية بالإضافة الى وظائفه ولظوابط الشرعية التي يخضع لها وكذا التحديات والمعوقات التي تواجهه و تم التطرق الى اهم الاهداف التي يسعى لتحقيقها والمبادئ و الاسس التي يقوم عليها بالإضافة الى طرح دور الصكوك الاسلامية في تفعيل السوق المالي الاسلامي و تقديم رؤية مستقبلية لتطوير السوق المالي الاسلامي ومنافسة الاسواق العالمية من خلال تقديمه للبديل الشرعي للادوات الاستثمارية التقليدية الخاضعة للمعاملات الربوية واسعار الفوائد والتي تسببت في الكثير من الازمات المالية العالمية فالسوق المالي الاسلامي جاء بالحلول لمثل هذه المشاكل

## الفصل الثالث:

الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية

في

تفعيل السوق المالي الماليزي



# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

## تمهيد

تعتبر ماليزيا من أوائل وأكبر الدول التي ينشط فيها السوق المالي الإسلامي ونموذج يحتذى به في الصيرفة المالية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية من الصكوك أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي وسوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى التعريف

بالسوق المالي الإسلامي الماليزي

وذلك بالتطرق لنشأته ومفهومه والتوغل في مكوناته وأهم الأدوات المالية الإسلامية التي يتعامل بها وكذا عوامل نجاح السوق المالي

الإسلامي الماليزي وأبرز أهدافه

ومحاولة التعمق في حجم إصدار الصكوك الإسلامية في السوق وأهم الدول والجهات المصدرة لها

بالإضافة إلى معدل رسميتها وكذا تطرقنا إلى الرقابة الشرعية لهيئة الأوراق المالية ودورها الفعال في تطوير السوق المالي الإسلامي الماليزي

# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

## المبحث الأول: أساسيات حول السوق المالي الماليزي

ظهر السوق المالي نتيجة لتحقيق بعض الوحدات الاقتصادية في مجتمع ما لبعض الفوائض المالية التي قد تحتاج إليها في زمن معين وترغب في استثمارها بدلا من الاحتفاظ بها، في حين توجد في الجانب الآخر وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزا في مواردها المالية وتسعى لطلب تلك الفوائض لمواصلة نشاطها مما يترتب عليه انتقال الموارد المالية من قطاع لآخر عبر تلك السوق

### 1-المطلب الأول: نشأة ومفهوم السوق المالي الماليزي

#### أولا: نشأة السوق المالي الماليزي

بدأت صناعة التعامل بالاوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن 19 بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية وفي عام 1930 تأسست كأول جمعية سمسرة بورصة سنغافورة أول جمعية منظمة رسمية في اجراءات التعامل بالاوراق المالية<sup>1</sup> لقد ظهر سوق راس المال في ماليزيا ببعده الحقيقي في اوائل الستينات وبالظبط في 09 ماي 1960 وتمت عملية تطويره، ويعد هذا السوق قطاعا جديدا مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الانشطة الاقتصادية وفي البداية شكلت سوقا منظمة مشتركة مع سنغافورة حيث يتم الربط بينهما بواسطة خطوط الهاتف، ولكن هذا الاندماج لم يدم ففي سنة 1964 انفصلت بورصة سنغافورة عن ماليزيا، وانشأت هذه الاخيرة بورصة خاصة بها في سنة 1976 بكوالالمبور لتداول الاسهم<sup>2</sup>، الا ان بداية نمو سوق راس المال كانت في اوائل التسعينات لسد احتياجات القطاع العام من خلال اصدار الاوراق المالية الخاصة بالحكومة الماليزية ومن ذلك الحين اصبح القطاع العام قطاعا اساسيا لتطوير الاقتصاد القومي.

وتعتبر شركة Arab Malaysian Finance Bond Amf أولى شركات القطاع الخاص التي اصدرت اول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا عام 1980 وتزايد اصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة باصداراتها من القطاع العام وتطور سوق راس المال في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وبورصة كوالالمبور للأسهم التي أسست في عام 1994 وأعيد تسميتها فيما بعد بورصة كوالالمبور للأسهم المحدودة، وبتاريخ 20 افريل 2004 عرفت باسم البورصة

<sup>1</sup>حو اغار، يحيى الزغيبي، "الصكوك الإسلامية كاداة لتنشيط السوق المالية التجريبية الماليزية"، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، افريل 2017

<sup>2</sup>بوعبد الله علي، "أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الاوراق المالية في ماليزيا"، مجلة الاقتصاد الاسلامي، افريل 2017

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

الماليزية التي تتداول فيها الأوراق المالية لاسيما الاسهم وما يتعلق بها وسوق المشتقات وسوق السندات بجانب تقدم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الاسهم الجديدة ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا لتمويل المشروعات ذات رؤوس الاموال الكبيرة التكوين الراسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام و الخاص<sup>1</sup>.

### ثانيا: مفهوم السوق المالي الماليزي

ويعرف بانه " المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الاوراق المالية بمختلف اشكالها: اسهم عادية، اسهم ممتازة سندات الشركات، سندات حكومية<sup>2</sup>، وأساس التعامل فيها يكون بشراء الاوراق المالية واعادة بيعها بعد تحقيق عوائد مستقبلية"، وذلك من خلال توسط شركات السمسرة لهذه التداولات والعمليات عن طريق ما يعرف بالاوامر وهذه الشركات منتشرة في مختلف الدول التي تتواجد فيها هذه الاسواق<sup>3</sup>.

وعرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية السوق المالي الاسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماما مع إحكام الشريعة الإسلامية والحالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة وبيع الغرر... وغيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، وخاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية وهذا ما يعزز الثقة بين السوق والمستثمرين<sup>4</sup>.

ويتكون السوق المالي من سوق راس المال و سوق النقد وكلا منهما يتفرع الى سوق تقليدي و آخر اسلامي

وسوف نخص بالدراسة سوق النقد الاسلامي ذلك لان سوق النقد التقليدي الماليزي لا يختلف عن سوق النقد الراسمالي. اما سوق راس المال فيضم سوق الاوراق المالية الماليزية المكونة من سوق الاوراق المالية التقليدية الى جانب سوق الاوراق المالية الاسلامية للأصول متوسطة و طويلة الاجل وسوق الميزداك و البورصة المالية للمشتقات ومركز لبوان وكباقي الاسواق فهو يضم سوق منظمة و اخرى غير

<sup>1</sup>حو اغار، يحيى الزغبى، مرجع سابق

<sup>2</sup> هاني أنور صالح، "شركات الوساطة زانرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة 2007، ص.13

<sup>3</sup> نوال سمرد، رفيق بشوند، مرجع سابق، ص. 11

<sup>4</sup> بوعبد الله علي، "تطور اصدار الصكوك المالية الاسلامية في بورصة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، بمسيلة، ع: 14، 2015، ص. 19

# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

منظمة لاسيما سوق السندات الذي يعتبر من اهم الاسواق الاسواق لتوفير الاموال الاستثمارية و طويلة الاجل لمختلف المشاريع التنموية الماليزية وتتعدد الأدوات المتداولة فيها<sup>1</sup>.

## المطلب الثاني: مكونات السوق المالي الماليزي

### أولاً: سوق النقد في ماليزيا

كان انشاء بنك اسلام ماليزيا عام 1983 بمثابة الخطوة الاولى نحو انطلاقة العمل المصرفي الإسلامي ثم طرحت فكرة انشاء سوق اسلامي بين المصارف عام 1994 كحل قصير الاجل يهدف توفير مصدر جاهز لتمويل الاستثمارات قصيرة الاجل وفقا لاحكام الشريعة الاسلامية ومن المتوقع ان تساعد هذه السوق المصارف الاسلامية وغيرها من المصارف المشتركة في النظام المصرفي الاسلامي وعلى هذا الاساس اصدر بنك نيجارا ماليزيا ( البنك الماليزي المركزي ) بعض المبادئ التوجيهية في 18 ديسمبر 1993 ماليزيا بهدف تسهيل نشأة السوق النقدي الاسلامي على نحو لائق و صحيح مما يؤدي بالضرورة الى الحفاظ على الية التمويل و السيولة سعيا لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي وكان ذلك بتاسيس اول بنك اسلامي ماليزي وهو بنك اسلام ماليزيا برهاد في 01 جويلية 1983 بالاضافة الى اطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي اطلق به العمل في 04 مارس 1993.<sup>2</sup>

بهدف تسهيل نشأة السوق النقدي الاسلامي على نحو لائق و صحيح مما يؤدي بالضرورة الى الحفاظ على الية التمويل و السيولة سعيا لتعزيز الاستقرار في النظام المصرفي وكان ذلك بتاسيس اول بنك اسلامي ماليزي وهو بنك اسلام ماليزيا برهاد.

وتبع ذلك بتأسيس شركة تأمين تكافلي ماليزي عام 1984 بعد صدور قانون العمل المصرفي اللاربوي بادخال الخدمات الموافقة لأحكام الشريعة الاسلامية، وينشط فيه 17 بنكا اسلاميا و 10 نوافذ اسلامية و 6 مؤسسات تنمية مالية تقدم خدمات بنكية اسلامية و 3 بنوك اسلامية دولية وبقدر مؤسساته تنوعت ادوات التعامل المعتمدة فيه لعدة انواع<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نوال سمرد، رفيق بشوند، مرجع سابق، ص.12

<sup>2</sup> اسامة محمد الغولي، "تقييم التجربة الماليزية في اقامة اول سوق نقدي اسلامي"، مجلة المسلم المعاصر، ع:88، لبنان، 1998

<sup>3</sup> ساسية جدي/ مرجع سابق، ص.193

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

ثانيا: سوق الاوراق المالية

يرجع ظهور سوق الاوراق المالية في ماليزيا الى سنة 1930 حيث اسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة اول جمعية منظمة رسمية في اجراءات التعامل بالاوراق المالية اما تاسيس الاوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتاسيس بورصة الملايو وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الاوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالا لمبور<sup>1</sup>. وشكلنا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف و الفاكس عام 1973 واستمر عمل البورصة واداء وظائفها ككيان مشترك، ليتم التقسيم الفعلي للبورصة، ويتم تشكيل كلا من بورصة كوالا لمبور للاوراق المالية برهاد بماليزيا و بورصة سنغافورة للاوراق المالية بسنغافورة سنة 1976 في 14 افريل 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالا لمبور الى اسم " بورصة ماليزيا برهاد " وهذا قصد تجديد هياكل البورصة و التطلع لمواكبة متطلبات توجهات السوق بصفة عامة

-في 18 مارس 2005 تم تسجيل " بورصة ماليزيا في الجدول الاساسي لسوق الاوراق المالية الماليزية برهاد وعملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق و الدفع به الى الامام و جعله مصدرا حيويا للتنمية و العنصر الرئيسي في تمويل الاقتصاد المحلي مما ادى الى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الاوراق المالية الماليزي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد نور الدين غادم، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ندوة الصكوك الإسلامية- التجربة الماليزية - ، مركز الملك فهد للمؤتمرات السعودية، 2008 ، ص. 2

<sup>2</sup> ساسية جدي، مرجع سابق، ص. 194.

# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

## المطلب الثالث: الأدوات المتبادلة في السوق المالي الماليزي

يتم تداول العديد من الأدوات المالية والاستثمارية في السوق المالية منها

### 1- الاسهم:

السهم عموماً هو الحصة أو النصيب والسهم تحديداً هو حصة شائعة يملكها المساهم في محل الشركة، تمثل الحد الأدنى للمشاركة على الأقل نظرياً؛ فهي غير قابلة للانقسام، وتوثق ملكية المساهم لها لهذه الحصة بوثائق متساوية القيمة، وقابلة للتداول في الأسواق المالية<sup>1</sup>

### 2. السندات:

السند هو صك قابل للتداول تصدره الشركة يمثل قرضاً طويل الاجل يعقد عادة عن طريق الاكتتاب العام، تتعهد الشركة المقترضة بموجبه ان تسدد قيمته في تواريخ محددة.<sup>2</sup>

### 3. صناديق الإستثمار :

هي عبارة عن سلة تحتوي مجموعة مختلفة من الاسهم و السندات ، والمستثمر في صناديق الاستثمار هو مساهمها فيها فالمشتري الذي يشتري سهماً في احد هذه الصناديق يصبح مالكا لحصة في موجوداتها ويتم تقييم سهمه عن طريق ما يسمى بالقيمة الصافية للموجودات<sup>3</sup> وتنقسم الى:

\*صناديق استثمار مغلقة وهي التي يكون حجم المواد المالية المستثمرة في وحداتها محدد

\*صناديق استثمار مفتوحة عكس المغلقة .

<sup>1</sup> عبد الجبار حمد السبهاني، "الاسهم والتسهيم، الاهداف و المآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الاسلامية ، ع: 02، 2009، ص. 97

<sup>2</sup> أحمد محمد الخليل، الاسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي، ( المملكة العربية السعودية، دار الجوزي للنشر و التوزيع، ط: 01، 2003، ص. 81.

<sup>3</sup> هشام جابر، "صناديق الاستثمار الاسلامية"، المؤتمر العلمي الأول ، الاستثمار في فلسطين بين آفاق التنية و التجارة المعاصرة ، الجامعة الاسلامية ، فلسطين، في الفترة 8-9 ماي

2005، ص. 3.

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

### 4- صناديق الاستثمار الإسلامية :

يعني وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرون باموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال بما يتفق تماما مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على الأرباح تناسب ما حصل فعلا من قبل الصندوق يمكن أن تسمى هذه الوثائق شهادات، وحدات، أسهم أو يمكن إعطاء أي اسم آخر<sup>1</sup>.

### 5- المشتقات المالية:

عرفت بأنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الاصل الأساسي أو المرتبط كلاسهم أو السندات او السلع، ومن ابرز اشكالها عقود المستقبلية، والعقود الآجلة وعقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة<sup>2</sup>

وهي عقود مالية تعتمد قيمتها على سعر مرجعي أو قيمة اساسية للموجودات و يطلق عليها المشتقات المالية كونها مشتقة من ادوات الاستثمار التقليدي ومن انواعها:

#### أ- الاختيارات:

وهي عقود تمنح لصاحبها الحق في شراء او بيع الاوراق المالية في تاريخ لاحق بسعر معين ويحدد وقت التعاقد.

#### ب- العقود الاجلة:

وهي عقود تتم بين طرفين ويتم الاتفاق فيها بتاجيل تسليم الاوراق المالية ودفع الثمن الى يوم محدد بهدف الحصول على ربح متوقع من الفرق بين السعرين

#### ج- المستقبلية:

وهي التزامات تعاقدية نمطية اما لبيع او لشراء ورقة مالية بسعر محدد و تاريخ معين في المستقبل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> فينحة كحلي، " آداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية،" مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، 2010-2011، ص.55

<sup>2</sup> سليمان أبو مسامح، "المشتقات المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، افريل 2017

<sup>3</sup> هند مهداوي و آخرون، مرجع سابق، ص. 3

### 6- أدوات المشاركة:

اي السندات المستقرة و المتناقصة حيث يقوم المتعاملين بابرام عقد مشاركة يتمثل في سندات يمثل كل سند حصة او سهم مشاركة في راس مال مشروع، ويتم تعيين هيئة لادارة المشاركة بحسب شروط نشرة الاصدار مع الاخذ بعين الاعتبار الشروط الشرعية لعقد المشاركة و يتم تداول هذه الحصص في السوق المالي الاسلامي و تحديد وتحديد نوع المشاركة اذا كانت مستقرة او متناقصة وذلك لقاء عائد فعلي حقيقي حسب نتيجة المشروع من ربح او خسارة.

### 7- أدوات البيوع ( المراجعة و السلم و الاستصناع):

حيث تقوم جهة معينة في السوق المالي باصدار سندات بيوع يمثل كل سند حصة في راس مال المشروع لتمويل السلع و البضائع الحالة كما في المراجعة و المؤجلة كما في السلم و الاستصناع وذلك لقاء عمولة لهذه الجهة وتتولى هذه الجهة متابعة المستحقات وتوزيع الارباح الفعلية لاصحاب السندات او الاسهم.

### 8- أدوات المنافع:

وهي سندات الاجارة التي تقوم على اساس عقد الاجارة المعروف في الفقه الاسلامي حيث تقوم جهة معينة تملك عقارات مؤجرة تدر دخلا بشكل منظم باصدار سندات اجارة للتداول بين المتعاملين، ويمثل كل سند حصة في ملكية العقار يستحق حامله بحسب نصيبه في هذا العقار جزء من الايراد المستحق، او تقوم جهة معينة بشراء اصول ثابتة مثل معدات او سيارات وتقوم باصدار سندات تمثل مجموعها راس مال هذه الاصول و تقوم بادارتها من تاجير و صيانة و تأمين لقاء عمولة، ومن ثم تحويل صافي

المتحقق لحاملي السندات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أحمد محمد محمود نصار، مرجع سابق



# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

المطلب الرابع: عوامل نجاح السوق المالي الماليزي واهدافه

أولاً: عوامل نجاح السوق المالي الماليزي

عملت ماليزيا على وضع اللبنيات الأساسية في مختلف أجزاء القطاع المالي الإسلامي لتطويره وإجماحه، باعتباره عنصراً هاماً للبقاء والمنافسة داخل النظام المالي العالمي، واستكمالاً للنظام المالي التقليدي كمحرك للنمو الاقتصادي والتنمية، وقد عززت التطورات الكبيرة في البنية التحتية للمالية الإسلامية، بما في ذلك البنية التحتية القانونية، الشرعية والتنظيمية والإطار الرقابي، موقف النظام المالي الإسلامي باعتباره عنصراً متزايد الأهمية في تلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد في العصر الحديث<sup>1</sup>.

لا يكفي ان تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن عدة عوامل بعضها اساسي والبعض الاخر مكمل

أ-العوامل الاساسية: تتلخص في النقاط التالية :

- 1 - وجود الانظمة واللوائح لتظيم الاسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تصفي صفة المنافسة الكاملة وتمتع الاحتكار والنصب والاحتيال
- 2- انشاء اسواق الاوراق المالية داخل الدولة وتنوع ادوات الاستثمار في تلك الاسواق .تعني تعدد الخيارات امام المدخرين . ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر
- 3- توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقرير القيمة الحقيقية الاسهم الشركات الامر الذي يمثل مصدر اعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات مما يولد الثقة بين المتعاملين.<sup>2</sup>
- 4- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق فالدخر يتعامل باختيارية . حيث الوق هي وعاء الاستقطاب المدخرات
- 5- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

<sup>1</sup> نورة بومدين، "الاسواق المالية في الدول الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل تجربة السوق المالية الماليزية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2011-2012، ص.137

<sup>2</sup> صالح محمد الحناوي، اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، (الاسكندرية: الدار الجامعة، ط: 2002، ص.133).

## ب- العوامل المكتملة

- 1-الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الاسواق المالية .
- 2- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الاجنبية و شركات المساهمة العامة.
- 3- ارتفاع نسبة الادخار عند الافراد
- 4- وجود حد ادنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.<sup>1</sup>

## ثانيا: اهداف السوق المالي الاسلامي الماليزي

تتمثل اهداف السوق المالي للاوراق المالية الاسلامية فيمايلي:

- العمل على توفير كافة الدراسات والبحوث او عقد الحوارات المتعلقة بالسوق المالي الاسلامي .
- تطوير فعالية الأدوات المالية الاسلامية وتقويتها.
- إعطاء صورة واضحة عن الطبيعة السوق المالي الإسلامي وأنشطته على المستوى المحلي والدولي.
- تقديم فرص استثمارية والأدوات المالية تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية من أجل تعزيز ثقة المستثمرين بالسوق بإضافة إلى إقامة الإصدار أوراق مالية تتماشى وفن مبادئ الشريعة الإسلامية بالنسبة للجهات المصدرة وبالأخص تلك المتعلقة بالصكوك الإسلامية .
- قابلة للتداول الرقابة على المعاملات في السوق وذلك لتحقيق هدف جذب المستثمرين الأجانب من خلال الترويج للأدوات المالية الإسلامية.

وذلك بمساهمة اللجنة الإستشارية ، ويتضافر جهود هيئة الرقابة الرئيسية والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية من أجل تحقيق هدف جعل ماليزيا مركز دوليا السوق الأوراق المالية الإسلامي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص.22-23

<sup>2</sup> نوال سمرد، مرجع سابق، ص.14-15

### المبحث الثاني: الصكوك الإسلامية المتداولة في السوق المالي الإسلامي خلال الفترة (2001-2013)

تتوقع الجمعية المصرية ان سوق الصكوك الإسلامية تشهد نموا كبيرا فالصكوك خرجت أخيرا من الحيز الضيق لتصبح أداة تمويلية في السوق، وتدخل حقبة جديدة كبديل عالمي للسندات التقليدية، قالت الجمعية المصرية للتمويل والاستثمارات ان اصدارات الصكوك العلمية بنهاية العام 2012 قد بلغ 131 مليار دولار امريكية بزيادة نسبتها 54% عن العام 2012 مع اتساع شعبية الصكوك و المبادرات الحكومية بالنسبة للسوق الاولى في العام الماضي بلغت حصة ماليزيا نسبة 74% من مجموع الاصدار<sup>1</sup>

#### المطلب الاول: حجم اصدار الصكوك في السوق

يشهد العالم في السنوات الاخيرة ما يمكن ان نطلق عليه اسم السباق لنيل اكبر حصة من رؤوس الاموال و التمويلات الإسلامية، عن طريق تطوير آليات العمل المصرفي لتصبح متوائمة مع أحكام الشريعة الإسلامي وطرح منتجات مصرفية ومالية من اسواق المال و البورصات وليس المصارف فحسب تحمل شعار " حلال " لتكون مقبولة لدى اصحاب رؤوس اموال المسلمين.

ولم يعد النظام المالي الإسلامي حكراً على الدول العربية والإسلامية القوية في هذا المجال، مثل ماليزيا التي تعتبر عاصمة التمويل الإسلامي في العالم في الوقت الراهن، إضافة إلى السعودية واندونيسيا والبحرين، بل امتد ليشمل بلداناً أخرى مثل الهند وروسيا وبريطانيا وسنغافورة.<sup>2</sup> وكلها بلدان غير اسلامية، وقد ساهم بشكل كبير بتوفير السيولة لدى المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية قبل الازمة المالية العالمية 2008 الى رواج واسع لهذه السوق، حيث تسعى هذه المؤسسات للعثور على فرص لتوظيف راسمالها الفائض في استثمارات تتوافق مع احكام الشريعة الإسلامية و بالمثل كان هناك اقبال متزايد على صناديق التحوط و مؤسسات الاستثمار التقليدي على الاوراق المالية الإسلامية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، و ادى ذلك الى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة اصدارات الصكوك اي الاوراق المالية غير الربوية القائمة على المبادئ الإسلامية بمقدار اربعة اضعاف من 7.2 مليار دولار في عام

<sup>1</sup> خالد المقدادي، "ندعم صناعة الصيرفة الإسلامية و المبادئ القائمة عليها"، مجلة الصيرفة الإسلامية، 05 ماي 2017

<sup>2</sup> زبير الانصاري، ماهي الصكوك الإسلامية ومادورها الاقتصادي؟، من الموقع الالكتروني:

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

2004 إلى 27 مليار دولار عام 2006، وإلى حوالي 50 مليار دولار سنة 2007 والشكل التالي يوضح تطور حجم اصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2013<sup>1</sup>.

الجدول: (01) تطور حجم اصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2001-2013)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	السنوات
33.837	13.698	9.465	7.057	1.371	1.172	حجم اصدار الصكوك في العالم

2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
110.00	137.499	92.403	52.978	37.904	24.264	50.041

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على منحنيات من المرجع:

, IIFM Industry "Sukuk Market Overview & Structural Trends" Source : Ijlal Ahmed Alvi, Seminar on Islamic Capital & Money Market, international islamic Financial market, Manama, Kingdom of Bahrain, 3rd December 2013,p9.

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه نمو سريع الحجم الاجمالي للصكوك المصدرة، فبعد ان كانت عام 2000 ثلاثة اصدارات فقط في العالم بقيمة 336 مليون دولار<sup>2</sup> وصلت قبل الازمة المالية الى حوالي 50 مليار دولار ويرجع السبب في ذلك الى الارتفاع في اسعار النفط والنمو الاقتصادي السريع للدول العربية النفطية<sup>3</sup> اما في سنة 2008 فقد شهدت الصكوك الإسلامية تراجعاً كبيراً الى حوالي 51.5% مقارنة بسنة 2007، مسجلاً حجم الاصدار بحوالي 24.26 مليار دولار وذلك راجع الى انعكاسات الازمة المالية العالمية، ورغم ذلك

<sup>1</sup> نخولة النوباني، "آلية ومتطلبات اصدار الصكوك الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية"، ع: 01، 2013، ص. 55.

<sup>2</sup> فضل عبد الله علي عجبنا، "محددات اصدار الصكوك الإسلامية من قبل منظمات الاعمال، دراسة حالة التجربة السودانية-1998-2011" أطروحة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، 2012، ص. 67.

<sup>3</sup> نخولة النوباني، مرجع سابق، ص. 56.

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

واصلت سوق الصكوك الإسلامية النمو على الرغم من المشاكل التي واجهت الاقتصاد العالمي، حيث وصل إصدارات الصكوك ذروتها في سنة 2012 فقد فاقت عتبة 100 مليار دولار من التمويل مسجلة حوالي 137 مليار دولار أمريكي ليرتفع بذلك عن سنة 2011 بـ 48.8% ولقد لعبت الازمة المالية عام 2008 دورا كبيرا في دفع إصدارات الصكوك الى آفاق جديدة، حيث ساهمت في انشاء قاعدة راسخة للصكوك الإسلامية كمصدر بديل للتمويل ليس فقط للسوق الماليزية ولكن لجميع دول القارة الأفريقية والأمريكية و الأوربية، ويرجع تقرير بيتيك للابحاث لحجم الاصدار الهائل للصكوك الإسلامية والذي حطم الرقم القياسي إلى ما يلي:

✓ سن قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل به

✓ وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة وجهة مفضلة للإصدار والاكتمال في هذه الصكوك.

✓ قيام ماليزيا بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.

✓ ويرجع تقرير بيتيك للابحاث لحجم الاصدار الهائل للصكوك الإسلامية، و الذي حطم الرقم القياسي الى مايلي: الزيادة في مصدري الديون السيادية ممن يستخدمون سوق الصكوك لاغراض ادارة السياسات النقدية و الادارة المالية، مع العلم ان الربع الثالث من العام 2011 هو الاكبر بالنسبة لبرامج العملة المحلية بنك نيجارا الماليزي.

✓ المرونة الشديدة رغم الثروات التي شهدتها منطقة الشرق الاوسط، مما ادى الى زيادة تجاوزت في حجمها الثلاثة اضعاف على اساس سنوي في اصدار الصكوك في منطقة الشرق الاوسط و شمال افريقيا، حيث استفاد المصدرون من ميزة التكلفة الاقل لطرح الصناديق. - نمو ثقة المستثمر في الاستثمارات البديلة مثل الصكوك و زيادة الطلب عليها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صالح مفتاح، رحال فاطمة، "واقع صناعة الصكوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية"، جامعة بسكرة، يومي 5 و 6 ماي 2014

# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

## المطلب الثاني: حجم اصدار الصكوك الإسلامية بحسب النوع

من حيث التطور الكمي لإصدارات الصكوك الإسلامية: فإن الواقع يشير إلى نجاح باهر في فترة وجيزة، حيث بدأ سوق الصكوك الانتعاش عملياً في ماليزيا عام 2002؛ حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها، واحتلت المصارف الإسلامية الماليزية المركز الأول في إصدارات الصكوك منذ 2002.

أوضحت الدراسة أن ماليزيا تشهد أكبر عدد إصدارات للصكوك ويصل إجمالي قيمة إصداراتها 267 مليار دولار وإجمالي عدد الإصدارات 1897 صكاً، وبذلك تفرد الحكومة الماليزية والممثلة في البنك المركزي الماليزي بما يقرب من 51% من إجمالي إصدارات الصكوك عالمياً من تلك الفترة<sup>1</sup>

نظراً لما لعملية ادراج و تداول الصكوك من دور كبير و اهمية بالغة في تفعيل و تطوير السوق المالي الاسلامي فإن الأسواق المالية العالمية تتنافس للإستحواذ على أكبر عدد ممكن الصكوك الإسلامية لاجل ذلك وفي السنة 2012، فقد احتلت سوق لندن للاوراق المالية المركز الاول في إدراج الصكوك للإسلامية بقيمة 273 مليار دولار، تليها في المرتبة الثانية بورصة ماليزيا بمبلغ 156 مليار دولار، ثم يأتي قوق دبي المالي 273 مليار دولار، تليها في المرتبة الثانية بورصة ماليزيا بمبلغ 156 مليار دولار، ثم يأتي قوق دبي المالي في المركز الثالث في إدراج صكوك الإسلامى حيث بلغت قيمة الصكوك المدرجة فيه نحو 92 مليار دولار<sup>2</sup>.

## 1-الصكوك المصدرة والمدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة ( 2011-2012 )

يمكن توضيح إجمالي الصكوك المدرجة عالمياً خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى غاية 2012 كما يلي:

<sup>1</sup> احمد جابر بدران، "الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر"، مجلة دورية محكمة، لبنان، ع: 161/162، 2014

<sup>2</sup>كتاف شافية مرجع سابق، ص. 103

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

الجدول 02: الصكوك المصدرة والمدرجة في السوق المالي الماليزي خلال الفترة ( 2011-2012 )

ديسمبر 2012	ديسمبر 2011	الصكوك المصدرة ( مليار رينجيت )
41	44	عدد اصدارات الصكوك
71.7	78.9	حجم الصكوك المصدرة
103.3	112	حجم السندات المصدرة
68.8%	70.4%	نسبة الصكوك الى اجمالي السندات
20	14	عدد الصكوك المدرجة في بورصة ماليزيا
33.7	28.5	قيمة وحجم الصكوك المدرجة

المصدر: شافية كتاف، "دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية، دراسة تطبيقية لبعض الاسواق المالية العربية والاسلامية"، اطروحة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013-2014، ص. 123.

تجدر الإشارة الى أن ماليزيا تصدر دول العالم في اصدار الصكوك الإسلامية حيث بلغت قيمتها سنة 2012 أكثر من 71 مليار رينجيت تمثل أكثر من 68 % من إجمالي صادرات الصكوك عالميا، وقد حققت صناعة الصكوك الإسلامية نموا مطردا سنويا بلغت نحو 22 % تشكل 28 % من حجم تداولات صناعة التمويل والصيرفة الإسلامية في ماليزيا، كما ارتفعت حصة الصكوك الإسلامية في سوق السندات من 14.5 % سنة 2000 الى نحو 68.8% من إجمالي السندات المستحقة نهاية سنة 2012، ويعود إقبال المستثمرين محليا ودوليا على سوق الصكوك الماليزية إلى النجاحات السابقة التي حققتها ماليزيا في مجال التمويل والصيرفة الإسلامية مما جعلها رائدا في هذا المجال حيث لا تزال تستحوذ على أكثر من ثلثي تداولات هذه السوق على مستوى العالم، حيث ارتفعت قيمة الصكوك المدرجة في البورصة الماليزية من 28.5 مليار رينجيت سنة 2011 الى 33.7 مليار رينجيت سنة 2012

ولعل مايميز ماليزيا عن غيرها هو سهولة اجراء الإدراج مقارنة بالدول الأخرى، فالصكوك المدرجة لا تقتصر على الشركات المحلية فحسب بل وحتى الأجنبية القادمة من خارج الحدود الماليزية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> شافية كتاف، مرجع سابق، ص. 123-124

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

### المطلب الثالث: اصدار الصكوك حسب اهم الدول والجهات المصدرة لها

تعتبر ماليزيا من أوائل وأكبر الدول التي تنشط فيها السوق المالية الإسلامية حيث تمثل الإصدارات الإسلامية فيها أكثر من ثلثي الإصدارات الخاصة في سوقها المالي<sup>1</sup>، إذ تبلغ حوالي 2 و 8 مليار دولار وبدأت الإصدارات فيها منذ عام 1990م بإصدار صكوك إسلامية من قبل شركة بتترول بمبلغ 500 مليون دولار، كما أصدرت شركة باوستان القابضة في ماليزيا صكوك بمبلغ 3 و 1 مليار دولار لإنشاء محطة طاقة. ولقد كانت ماليزيا من أوائل الدول التي قامت بتنظيم التعامل بالإصدارات الإسلامية من خلال جهة رسمية أطلق عليها سوق المال الإسلامي الماليزي

ب - بدأت حكومة البحرين التعامل بالصكوك الإسلامية بدءاً من عام 2001 م حيث أصدرت منذ ذلك التاريخ وحتى الآن عشرة إصدارات لصكوك إجارة بلغ مجموعها 750 مليون دولار، هذا إلى جانب إصدار صكوك سلم بمبلغ 25 مليون دولار، ولا ننسى أن البحرين تمثل مركزاً مالياً إسلامياً عالمياً إضافة إلى إنشاء عدة مؤسسات مساندة للتمويل الإسلامي بشكل عام سبق ذكرها وكونها أيضاً مقراً للسوق المالية الإسلامية الدولية السابق الإشارة إليها

ج- كان البنك الإسلامي للتنمية - وهو بنك دولي يشارك في عضويته الدول الإسلامية أعضاء منظمة المؤتمر الإسلامي - من الجهات السباقة لإصدار صكوك إسلامية بلغت حوالي 400 مليون دولار عام 2003م إلى جانب مشاركته كمدير في إصدار صكوك لدولة قطر بمبلغ 600 مليون دولار، ويأتي ثاني إصدار له عام 2005م بمبلغ 500 مليار دولار

د - باكستان من أوائل الدول التي تعاملت في السوق المالية الإسلامية حيث أصدرت الحكومة صكوكاً إسلامية بمبلغ 600 مليون دولار ونظراً للإقبال الشديد عليها وصل الاكتتاب فيها إلى مبلغ 1 و 2 مليار دولار.

هـ - في دولة الإمارات العربية المتحدة عدة إصدارات إسلامية من أهمها إصدار لصالح شركة طيران الإمارات بمبلغ 500 مليون دولار، وفي عام 2006م قام بنك دبي الإسلامي بإصدار صكوك إجارة لصالح هيئة الطيران المدني بدبي لتطوير وتوسيع مطارها وبلغ حجم الإصدار

<sup>1</sup> أمين طلب محمد الشيخ عبد، "صكوك الاجارة ودورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة غزة 2014، ص. 91



## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

2 مليار درهم إماراتي (750 مليون دولار أمريكي) إضافة إلى إصدار صكوك بقيمة 25 مليون دولار لصالح وزارة الأوقاف لإعمار بعض ممتلكات الوقف

و - في تركيا أصدرت عام 1984م صكوك مشاركة بمبلغ 200 مليون دولار لتمويل بناء جسر معلق على مضيق البوسفور كما أصدرت سندات إسلامية عام 2003م بقيمة 500 مليون دولار.

ز - في قطر بجانب الإصدار الذي يديره البنك الإسلامي للتنمية لصالح الحكومة القطرية السابق الإشارة إليه، أصدرت أيضاً صكوكاً إسلامية بقيمة 700 مليون دولار.

ح - تعتبر الأردن سبقة ومنذ زمن طويل حيث أصدرت صكوك مقارضة لتمويل إعمار بعض أراضي الوقف بالبناء عليها تحت مسمى سندات المقارضة والتي نظم إصدارها بقانون<sup>1</sup>.

### أولاً: إصدار الصكوك الإسلامية حسب أهم الدول المصدرة

يمكن توضيح إجمالي عدد وحجم الصكوك المدرجة حسب أهم وأكبر الدول المصدرة لها خلال الفترة الممتدة من 2001 2012

كمايلي:

<sup>1</sup> محمد عبد الحليم عمر، "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا التجربة التجربة و النجاح"، جريدة الاقتصادية، 8-9 2007، من الموقع الإلكتروني : [www.esgs.com.from/showthread.php?=647](http://www.esgs.com.from/showthread.php?=647)

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

شكل 01: عدد وحجم الصكوك المدرجة خلال الفترة (2001-2012)



المصدر: شافية كفاف، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، سطيف،

ع:14، 2014

يتضح من خلال الشكل أعلاه أنه وفي مجمل الصكوك المدرجة في ماليزيا والبالغ عددها 1408 صكا وقيمتها نحو 183 مليار دولار تم إدراج 46 صكا فقط تمثل نحو 03.27% من عدد الصكوك القابلة للتداول والتي لا سوى 12% من إجمالي قيمة الصكوك المصدرة، ويعود سبب ضعف وقلة عدد وحجم الصكوك المدرجة مقارنة بالصكوك المصدرة في ماليزيا إلى الحجم الكبير للصكوك غير القابلة للتداول شرعا مثل صكوك المراجعة، أما فيما يتعلق أندونيسيا فقد بلغ عدد الصكوك المدرجة 39 صك بقيمة 06.4 مليار دولار من مجمل

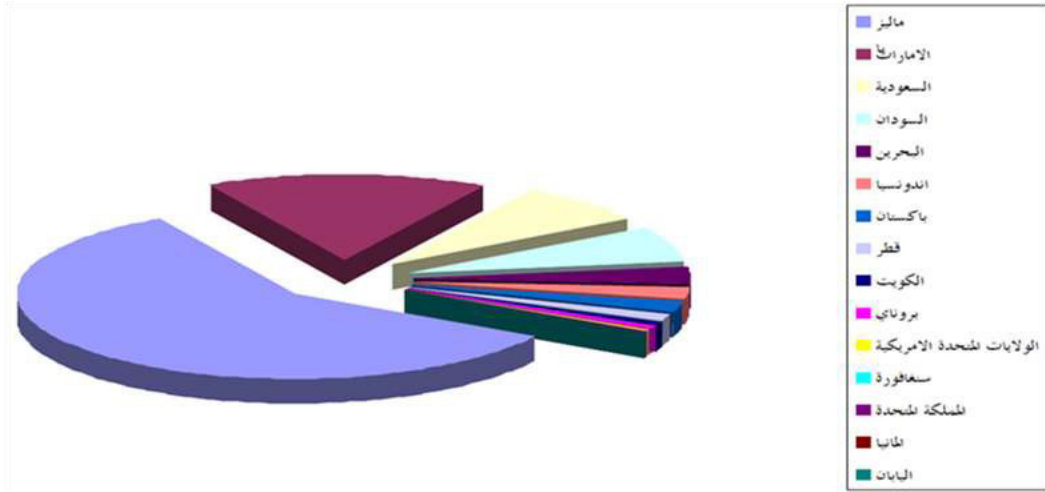
## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

70 صك تم إصدارها بقيمة إجمالية تقدر بـ 10.7 مليار دولار، في حين بلغ عدد الصكوك المدرجة من قبل دول مجلس التعاون الخليجي مجتمعة نحو 58 صك بقيمة 41.8 مليار دولار من مجمل 91 صك بلغت قيمتها الاجمالية حوالي 62.2 مليار دولار<sup>1</sup>.

ثالثا: توزيع الصكوك المدرجة حسب حجمها في الاسواق المالية:

يمكن توضيح توزيع الصكوك الاسلامية حسب عددها و قيمتها في الاسواق المالية خلال سنة 2012 كما يلي:

شكل 02: توزيع الصكوك المصدرة في الدول سنة 2010



المصدر: حمو اغار، يحي الزغي، "الصكوك الاسلامية كاداة لتنشيط السوق المالية التجربة الماليزية"، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، افريل 2017

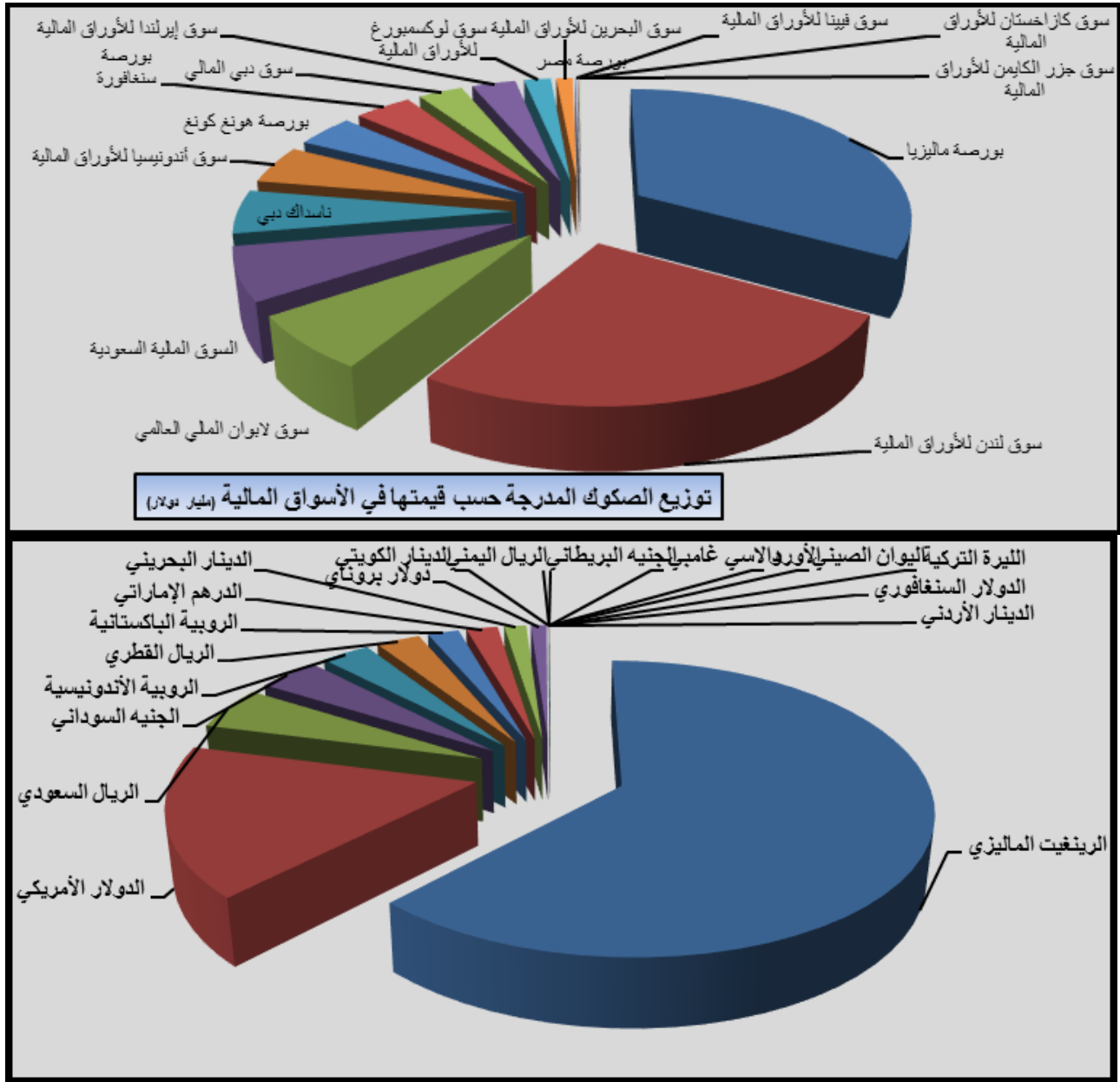
يتبين من خلال الشكل البياني ان ماليزيا هي المترتبة على قمة الدول المصدرة للصكوك الاسلامية سنة 2012 بنسبة 58.51 بالمائة تليها الامارات بنسبة 16.33 بالمائة فالسعودية بنسبة 7.78 بالمائة فالسودان بنسبة 6.62 بالمائة فالبحرين بنسبة 3.19 بالمائة فاندونيسيا بـ 2.36 بالمائة، كما بلغت نسبة الاصدار في كل من باكستان 1.75 بالمائة وقطر 1.27 بالمائة ولقد عرفت سوق الصكوك الإسلامية دخول متعاملين جدد كالمملكة المتحدة بـ 14 بالمائة والمانيا بـ 0.06 بالمائة واخيرا اليابان بـ 0.05 بالمائة<sup>2</sup>

<sup>1</sup> كناف شافية مرجع سابق، 104

<sup>2</sup> الزغي حمو، مرجع سابق

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

شكل 03: توزيع الصكوك المدرجة حسب عددها و قيمتها في الاسواق المالية خلال سنة 2012



المصدر: شافية كتاب، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، سطيف، ع:14، 2014، ص:105

يتضح من الشكل اعلاه ان سوق لندن للاوراق المالية و بورصة ماليزيا قد نجحتا في الاستحواذ على القيمة الاكبر من الصكوك الاسلامية تم ادراجها بهذه السوقين، حيث ان لندن وفي اطار سعيها لتصبح مركزا ماليا اسلاميا في اوربا ادرجت حوالي 39 صكا اسلاميا تبلغ قيمتها حوالي 26.5 مليار دولار في سوق لندن المالية، منها 12 مليار صكوك اماراتية، و 5 مليار صكوك قطرية، و 0.2 مليار صكوك

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

سعودية، و 1.8 مليار صكوك بحرينية، اما ماليزيا التي قامت بانشاء سوق ثانوية سائلة للصكوك رغم انها لم تدرج كل الاصدارات بعد، ومع ذلك فقد احتلت الصدارة في ادراج الصكوك عالميا سنة 2012

اذ بلغت قيمة الصكوك المدرجة و المتداولة في بورصة ماليزيا حوالي 33.8 مليار دولار و نحو 7 مليارات مدرجة ببورصة لا بوان.<sup>1</sup>

### ثالثا: حجم الصكوك الاسلامية حسب الجهة المصدرة

يجوز ان تصدر الصكوك الاسلامية عن اي شركة او جهة عامة او خاصة، اجنبية كانت او محلية كما يمكن ان تصدر الصكوك عن

الشركات المملوكة للحكومات كليا او جزئيا

قبل الازمة العالمية كان سوق الصكوك الاسلامية يسيطر على الشركات العامة والخاصة حيث زادت اصدارات الشركات بمعدل الضعف بين

الفترة 2004-2005 من 5.7 مليار دولار الى 11.3 مليار دولار، وبين الفترة 2005-2006 من 11.3 مليار دولار الى 24.8

مليار دولار وقد وصلت اصدارات الشركات في اسيا وخاصة ماليزيا عام 2004 مايقارب 90٪.

ولكن مع بداية الازمة المالية العالمية تراجعت اصدارات الشركات وخاصة شركات منطقة دول الخليج والتي انخفضت عدد اداراتها نظرا

لضعف ثقة المستثمرين بالقطاع الخاص.

هذا اثر سلبي على سوق الصكوك الاسلامية، ولكن في المقابل اتاح المجال للاصدارات السيادية و التي كانت في تلك الفترة من طرف

البحرين، قطر، الامارات العربية المتحدة، ادونيسيا وماليزيا

كانت في تلك الفترة من طرف البحرين، قطر، الامارات العربية المتحدة ، اندونيسيا و ماليزيا و باكستان و التي قدمت الدعم لهذه السوق

للمحافظة على نموها.

وبعد ازمة 2008 دعمت الصكوك السيادية المصدرة من قبل ماليزيا ، مؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الاسلامي للتنمية

استمرارية ونمو سوق الصكوك الاسلامية

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص. 103-105

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

المطلب الرابع: حجم إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي ومعدل رسمتها

أولاً: إصدار الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي

تؤدي الصكوك الإسلامية دوراً مهماً في تنشيط السيولة من خلال السوق المالي ويتجلى ذلك في تمويلها للاقتصاد الماليزي وتطويره ويظهر ذلك في الجدول التالي:

جدول 03: تطور نسب الصكوك الإسلامية خلال الفترة (2005-2013)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
نسبة الصكوك الإسلامية من إجمالي الاسهم (%)	85	86.1	86	87	88	88	89	89	71

2013 2005 – (Source: Securities commissions, annual report

نلاحظ من خلال الجدول الذي يوضح نسبة إصدار الصكوك الإسلامية من إجمالي الاسهم تعتبر ماليزيا بمثابة المركز العالمي من حيث إصدارات الصكوك الجديدة وكذلك الصكوك القائمة، وتحافظ سوق الصكوك الماليزية على صدارها باعتبارها أكبر موطن لإصدارات الصكوك منذ الانطلاق الرسمي لإصدارات الصكوك في بداية 2001 وحتى الوقت الراهن، وفي الفترة ما بين 2008 والربع الأول من 2014<sup>1</sup>، حافظت الصكوك الماليزية القائمة استحوادها على نسبة تتراوح ما بين 58% الى 63% من الصكوك العالمية القائمة خلال تلك الفترة، أما من حيث الحجم قد نمت الصكوك الماليزية القائمة بمعدل سنوي مركب نسبته 65.20% بين عامي 2008 و 2013 وحتى الوقت الراهن تنفرد سوق الصكوك الماليزية بكونها السوق الوحيدة في العالم الإسلامي التي تتجاوز الصكوك القائمة فيها حاجز 100 مليار دولار بفارق كبير

<sup>1</sup> لشهب الصادق، بوريش احمد، "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية، ع: 01، 2015.

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

ودورها في تنشيط السيولة في السوق الإسلامية الماليزية سيطرة السوق المالي الإسلامي الماليزي في التمويل العام و الخاص في ماليزيا من خلال جميع انواع الصكوك الإسلامية التي تجاوزت نسبة 71٪ من الاسهم المتداولة في السوق.

ثانيا: معدل رسملة الصكوك الإسلامية في سوق الاوراق المالية :

يقصد برسملة سوق الاوراق المالية اجمالي الاسهم المدرجة في السوق بمتوسط اسعارها في نهاية المدة، ويشير هذا المؤشر الى اجمالي قيمة الاوراق المالية المدرجة في السوق، ويقاس معدل الرسملة في السوق من خلال القيمة السوقية للاسهم المدرجة في سوق الاوراق المالية على الناتج المحلي الاجمالي، ومن الناحية الاقتصادية فان معدل الرسملة في السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر.<sup>1</sup>

فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الاسهم وعدد الشركات المدرجة، او ارتفاع الاسعار الذي يعكس ارتفاع حجم المعاملات المالية او كليهما<sup>2</sup>.

والجدول التالي يوضح رسملة الصكوك الإسلامية من اجمالي السوق الماليزية

جدول 04: رسملة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي خلال الفترة (2005-2013)

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
رسملة الصكوك الإسلامية في السوق المالي الماليزي من اجمالي السوق (٪)	63.28	64.56	63.7	64.2	63.8	59.3	63	64.26	60.49

المصدر: بوعبد الله على، أهمية الصكوك الإسلامية في سوق الاوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الإسلامي، افريل، 2017

من خلال قرائتنا للجدول الذي يوضح معدل رسملة الصكوك الإسلامية في سوق الاوراق المالية نلاحظ قدرة الصكوك الإسلامية على تنشيط السيولة من خلال السوق المالي الإسلامي الماليزي ويتمثل ذلك في النسب المرتفعة لرسملة السوق الماليزية باكثر من 50٪ مما يدل

<sup>1</sup> عاطف وليم إندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، دار شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 95.

<sup>2</sup> عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، ط 1، الأردن، 2010، ص 177.

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

على قدرة هذه الصكوك على جذب المدخرات المالية وتشجيع الاستثمارات و تشجيع النمو الاقتصادي واستثمارها بالشكل الانسب كونها حققت سيطرة على التمويل المالي في السوق، مما ينتج عن ذلك دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية و الناتج المحلي ، مما يجعلها سوق مالي إسلامي دولي يتمتع بجذب رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة من جميع الدول<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: دور هيئات الرقابة الشرعية في تنشيط السوق المالي الماليزي

عملت الحكومة الماليزية على تشكيل الجهات الرقابية لسوق راس المال الماليزي التقليدي او الإسلامي و خضوعه لجهات رقابية محددة و بالأخص هيئة الأوراق المالية الماليزية، حيث يتسنى تنظيم عمل السوق وحماية حقوق المستثمرين بتشريع القوانين اللازمة لذلك، وفي هذا الصدد اصدرت بورصة ماليزيا مجموعة مختلفة من القواعد تنص على المتطلبات التي يجب توافرها في الجهات الخاضعة للمراقبة سواء عند الدخول أو على أساس استمرار عمل الشركات، كما تدير و تراقب الامتثال لهذه القواعد وتأخذ الإجراءات اللازمة و الصارمة و تنفيذها السريع عند خرق القواعد و القوانين من طرف الجهات التي يثبت في حقها خرق القوانين وسوف نبرز ادوار الهيئات الرقابية العاملة في سوق الاوراق المالية الماليزية

#### المطلب الاول: الهيئات الرقابية في سوق الاوراق المالية الماليزية

تعمل البورصة الماليزية كمنظم لسوق الأوراق المالية الماليزية المحدودة وبورصة المشتقات، كما لديها واجب مراقبة التعاملات و ضمان تسوية المبادلات بشكل منظم في الاوراق المالية المودعة لبورصة ماليزيا من خلال مراقبتها المخصصة لهذا الغرض ومن الجهات الرقابية الهامة العاملة في سوق راس المال الماليزي نجد:<sup>2</sup>

#### أولاً: هيئة الأوراق المالية

تعد هيئة الأوراق المالية الماليزية الهيئة الرقابية العليا و الوحيدة لسوق الأوراق المالية الماليزية وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية و تقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة، أنشأت في 01 مارس 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية Securities Commission في 1993 و يستند لهذه الهيئة مجموعة من الوظائف وتشمل مايلي:

<sup>1</sup> نوال سمرد، رفيق بشوند، مرجع سابق، ص.17

<sup>2</sup> محمد غزال، " دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية" مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2012-2013، ص. 175



# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

1- تسجيل نشرة الإكتساب « prospectus » لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية بالإضافة للإشراف على السجلات وعمليات التبادل و مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصو الإيداع المركزي

1- الموافقة على إصدار سندات الشركات

2- القيام بالمهام الرقابية على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية و عقود المستقبلية، و مراقبة الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات و الاندماجات للشركات بماليزيا، زيادة على رقابتها للأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار

3- الإشراف على كافة عمليات تسريح العمال وكذا التأكد من السير الحسن لعمل مؤسسات السوق و تشجيع التنظيم

والهدف من جميع الوظائف التي تقوم بها الهيئة هو حماية المستثمرين بالإضافة الى المهام التنظيمية الموكلة لهذه الهيئة فهي ملزمة أيضا بموجب القانون تشجيع وتعزيز تنمية سوق الأوراق المالية و سوق عقود المستقبلية في ماليزيا<sup>1</sup>

## ثانيا: الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية الماليزية

تتكون الجهات الفرعية المساعدة لعمل هيئة الأوراق المالية الماليزية التي تخضع لرقابة وزارة المالية الماليزية في مجموعة من الجهات الفرعية تساعدها في تأدية وظائفها، وتتكون هذه الجهات من البورصة الماليزية برهاد و المؤسسات التابعة لها و أهمها :

### 1. بورصة ماليزيا للأوراق المالية برهاد:

تم إنشاؤها في 04 ديسمبر 2003 وهي عبارة عن مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية و الحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة وذلك من أجل تحقيق بيئة استثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية

وتعمل البورصة الماليزية للأوراق المالية على خطر العمليات المؤدية إلى عد استقرار السوق المالي وذلك عن طريق إصدار القوانين و الإرشادات الخاصة للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل أو خارج البورصة

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص.176

## الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

وتشرف وزارة المالية الماليزية على كافة الأنشطة التي تدار في البورصة الماليزية بصفة غير مباشرة، في حين تسند لهيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولية للرقابة المباشرة وبناء على ذلك فإن بورصة الأوراق المالية الماليزية برهاد خاضعة لوزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>1</sup>

### 2. بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد:

وتعرض المقاصة المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقاً لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتؤدي دورها الرئيسي في معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المقيدة في قائمة البورصة و الرقابة على الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى

### 3. بورصة الإيداع برهاد:

وهي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل الشهادات بين البائع و المشتري، ويستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة و تتم التسوية من خلال الأنظمة الإلكترونية

وتتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي وتتولى هذه البورصة إدارة جميع الحسابات والرقابة على تعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة

### 4. بورصة المشتقات برهاد:

تم إنشاؤها في 17 افريل 1993 ويتم تداول منتجات المشتقات المالية في هذه البورصة من عقود المستقبلات و الخيارات و يشرف على رقابة هذه البورصة كلا من هيئة الأوراق المالية و البورصة ذاتها وتمثل بورصة الأوراق المالية المحدودة ل: 75 بالمائة من أصول هذه البورصة، كما تسند لها عملية تسجيل عقود مستقبلات

### 5. بورصة المقاصة للمشتقات برهاد:

تم إنشاؤها في 9 سبتمبر 1995 وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة و التسوية عند تبادل عقود المستقبلات و الخيارات

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص.ص. 94-96

### 6. بورصة السندات برهاد:

تدرج في بورصة السندات كلا من السندات الحكومية و سندات الشركات و يقيد عملها كلا من البنك المركزي الماليزي الذي أصدر مدونات و إرشادات وقواعد لضمان حسن سير سوق السندات في حين أن هيئة الأوراق المالية هي السلطة الأساسية التي تنظم و تطور سوق السندات في ماليزيا

### 7. مركز ليوان للتعاملات المالية الدولية:

تم إنشاء هذا السوق في 30 جويلية 1999 ومن أم الأنشطة التي يتم التعامل فيها هي جميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية

### 8. بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد:

أنشأت في 02 ماي 1986 ويتمثل دورها في توفير و نشر المعلومات و أسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية<sup>1</sup>

### 9. بورصة ماليزيا للخدمات الإسلامية برهاد:

يتم استخدامها في 15 أبريل 2009 وهذا حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الإسلامي الماليزي من توفير و تسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Bursa malaysia.corporate.structur.one line.avialable at :

[http :bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate.estructure](http://bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate.estructure) (05-05-2017)

<sup>2</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص.178

# الإطار التطبيقي لدور الصكوك الإسلامية في تفعيل السوق المالي الماليزي

## المطلب الثاني: دور الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تقوم الرقابة الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة تسجيل نشرة الاكتتاب، السماح باصدار السندات، و الاشراف على كافة الامور المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات و الخيارات وغيرها والرقابة على الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات والاندماجات للشركات في ماليزيا، وكذلك الرقابة على كل مايتعلق بنظام صناديق الاستثمار، مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة، والايذاع المركزي،<sup>1</sup> ويمكن عرض اهم هذه المهام فيمايلي:

### أولا : الرقابة

تعتبر اللجنة السلطة العليا في مراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من ان معاملاته تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية. وتعمل هذه اللجنة بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية على ابداء الراي الشرعي في تطوير موارد الاموال الاسلامية وادواتها وفقا للشريعة

### ثانيا: مركز للاستشارة والمراجعة

وتعتبر هذه اللجنة مركزاً للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. وتساعد الأطراف ذات العلاقة بهذا السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمر المرتبطة بهذا السوق إن طلب منها، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية. كما إنها أيضاً مسؤولة عن إبداء النصيحة مباشرة للمستثمرين المسلمين، ومساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. كما تقدم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

### ثالثا: إصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي لتوجيه

### جمهور المسلمين.

وذلك بغرض التأكد من ثبات القرارات الشرعية وخلوها من المخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين. ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة لاسيما في إصدار الصكوك الإسلامية بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا تقع عليه مسؤولية إصدار القرارات لجمهور المسلمين<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سناء نزار، موسى رحمني، دور الصكوك الاسلامية في سوق راس المال الماليزي خلال الفترة 2000-2014، ابحاث اقتصادية وادارية، ع: 19،

جوان 2016، ص.78

<sup>2</sup> محمد غزال، مردجع سابق، ص.179

## خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل ماهية السوق المالي الماليزي من خلال التطرق الى نشاته ومفهومه حيث يعرف على انه ذلك المكان الذي يلتقي فيه البائع للاوراق المالية مع المشتري لهذه الاوراق و يتكون من سوق النقد وسوق راس المال ويتم التعامل فيه باستخدام الادوات المالية الاسلامية كما تضمن الفصل عوامل نجاح السوق المالي الماليزي وتطرقنا الى بالاضافة الى دراسة تفصيلية لحجم الصكوك المصدرة والمتداولة في السوق المالي الماليزي ومعدل رسملتها وكذا اهداف السوق المالي الماليزي في تطوير الصناعة المالية الاسلامية وكذلك تطرقنا الى الرقابة الشرعية لسوق راس المال الماليزي حيث تقوم هذه الاخيرة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا بالعديد من المهام في مجال الرقابة والمراجعة تسجيل نشرة الاكتتاب، السماح باصدار السندات، و الاشراف على كافة الامور المتعلقة بالأوراق المالية وعقود المستقبلات و الخيارات وغيرها وكذلك الرقابة على كل مايتعلق بنظام صناديق الاستثمار، مراقبة انشطة البورصات وبيت المقاصة ويكمن دور الصكوك الاسلامية البالغ الاهمية في تنشيط السيولة في السوق المالي الماليزي وذلك

- نظرا لما تتمتع به من مرونة تساعد على تسهيل القيام بالمعاملات المالية.
- بتوفير الخدمات المالية الاسلامية الى متعاملي السوق من المؤسسات المالية و الشركات الخاصة و المستثمرين المسلمين .
- وتقديم البديل الشرعي للمعاملات الاسلامية بعيدا عن الربا و الغرر
- تقديم فرص للمستثمرين المسلمين لتمويل مشاريعهم عن طريق الاستثمار الحلال

### الخاتمة العامة

من خلال ماسبق تبين ان الصكوك الاسلامية ورغم كل الصعوبات و العراقيل التي تواجهها تعتبر من اهم الادوات المالية الاسلامية التي لها دور و اهمية بالغة في تطوير السوق المالي عموما و تفعيل وتنشيط السوق المالي الاسلامي خصوصا من خلال ايجادها البديل الشرعي للمعاملات التقليدية و استبعادها المعاملات الغير شرعية وتقديم فرص للمستثمرين المسلمين و تقديم حلولاً لمواجهة الازمات المالية العالمية التي ظهرت في العالم و تجنب التعرض لمخاطر كبيرة فالصكوك الاسلامية تقلل مخاطر الاستثمار لانها تخضع لقوانين و ظوابط شرعية لهذا فهي تساهم في تطوير السوق المالي الاسلامي وتوفير السيولة وزيادة الارباح لانها قائمة على اسس شرعية صحيح

وبما ان الاقتصاد الاسلامي اصبح في امس الحاجة للاسواق المالية الاسلامية كان من الضروري تطوير هذه الاسواق لمنافسة الاسواق العالمية وذلك من خلال الاهتمام بالادوات المالية الاسلامية خاصة الصكوك لما لها من دور في تحسين أداء السوق المالي الإسلامي وتوسيعه كما تسمح بتعدد المتعاملين فيه من افراد ومؤسسات مصرفية ومالية كما يخضع المتعاملين فيه الى ظوابط الشريعة الإسلامية واذا تأملنا التجربة الماليزية نجد ان الهيئة الشرعية للاوراق المالية عملت على تحقيق الطوابط الشرعية في تعاملات السوق المالي الاسلامي

### اختبار فرضيات الدراسة

#### الفرضية الأولى :

نصت الفرضية الأولى على ان الصكوك الإسلامية لا تتعرض للمخاطر وقد ثبت عدم صحة هذه الفرضية فالصكوك الاسلامية تتعرض للمخاطر وذلك لانها تحتوي على خليط من النقود والديون و المنافع ونظرا لآليات اصدارها القائمة على صيغ التمويل الإسلامي فانها تتعرض للمخاطر التي تتعرض لها المشاريع الاستثمارية الاسلامية

#### الفرضية الثانية:

نصت الفرضية الثانية على ان ابرز التحديات التي تواجه السوق المالي الاسلامي هي غياب الخبرات الفنية الكاملة للمحللين الماليين للاسواق ووجود اختلافات فقهية وقد ثبتت صحة هذه الفرضية فالتحديات التي تواجه السوق المالي الاسلامي تتمثل في اختلاف القوانين والضرائب و لوائح الاستثمار من بلد لآخر وانخفاض الشفافية

### الفرضية الثالثة:

نصت الفرضية الثالثة على انه يمكن اعتبار الادوات المالية المتداولة في السوق المالي الاسلامي مشروعة وقد ثبتت صحة هذه الفرضية لان السوق المالي الاسلامي يخضع لظوابط واحكام شرعية وبالتالي فهو لا يتعامل إلا بالادوات المشروعة والتي تخضع لرقابة شرعية

### الفرضية الرابعة:

نصت الفرضية الرابعة على ان الصكوك الاسلامية لم تساهم في تفعيل السوق المالي الماليزي وقد ثبت عدم صحة هذه الفرضية حيث ساهمت الصكوك الاسلامية في تنشيط السوق المالي الماليزي وجعله نموذج يحتذى به في الصيرفة الاسلامية لانه قدم البديل الشرعي للادوات المالية التقليدية الخاضعة للمعاملات الربوية

### نتائج الدراسة:

من خلال تناولنا لهذه الدراسة تم الوقوف على جملة من النتائج منها ما يتعلق بالدراسة النظرية ومنها ما يتعلق بالدراسة التطبيقية

نذكر منها:

1. تعتبر الصكوك الاسلامية وسيلة فعالة لمواجهة الازمات المالية على عكس الادوات المالية التقليدية التي تتسبب فيها في الكثير من الاحيان
2. الصكوك الاسلامية ورغم المزايا التي تحققها إلا انها مازالت تواجه تحديات مختلفة منها مايتعلق بالصناعة المالية و المصرفية ومنها مايتعلق بالسوق المالي الاسلامي وانما تحتوي على مخاطر مما جعل الباحثين و الدارسين يحاولون ايجاد استراتيجيات متعددة لادارة مخاطر الصكوك الاسلامية
3. ساهم السوق المالي الاسلامي في تقديم البديل الشرعي للادوات المالية الربوية
4. يحتل السوق المالي الاسلامي مكانة كبيرة في الاسواق العالمية نظرا لخلوه من المعاملات الربوية
5. يتعامل السوق المالي الاسلامي بادوات مالية اسلامية خالية من المعاملات الربوية وهذا مايميزه عن غيره من الاسواق
6. تساهم الصكوك الاسلامية في تطوير السوق المالي الاسلامي وتنشيطه
7. يخضع السوق المالي الاسلامي في ماليزيا لرقابة الهيئة الشرعية للاوراق المالية
- 8.

### التوصيات والاقتراحات:

- ضرورة تطوير الصكوك الاسلامية بالجمع بين المصادقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية
- ضرورة توحيد الرؤى و الاحكام الفقهية المتعلقة بالاسواق المالية الاسلامية و الادوات المتداولة فيها مما يجعل الاقبال على هذه الاسواق و الادوات اكثر اهمية من قبل و استبعاد كل المعاملات و الادوات الربوية
- ضرورة التعريف بالادوات المالية الاسلامية والتعامل بها باعتبارها فرصة للمستثمرين لتحقيق مشاريعهم و تجنب المخاطر
- ضرورة العمل على تطوير السوق المالي الاسلامي من خلال تطوير الادوات المالية المتداولة فيه و منافسة الاسواق العالمية
- ضرورة انشاء هيئات و لجان رقابية في اسواق المال الاسلامية و تزويدها بعلماء للبحث في مختلف الاحكام المتعلقة بالمعاملات و الادوات المتداولة في السوق المالي الاسلامي

### آفاق الدراسة

- ان تطوير السوق المالي الاسلامي وتنشيطه يتطلب البحث في مختلف جوانبه و الآليات التي يعمل بها وهذا في ظل التركيز على مختلف الجوانب الشرعية، ولذلك يمكن طرح الآفاق البحثية التالية:
- دور الصكوك الاسلامية في تنشيط السوق النقدي الاسلامي
  - تعزيز دور هيئة الرقابة الشرعية في السوق المالي الاسلامي
  - العمل على تطوير الادوات المالية الاسلامية و تسهيل التعامل بها
  - توسيع الاسواق المالية الاسلامية واتباع طرق واساليب علمية اكثر حداثة
  - اهمية الصكوك الاسلامية في الحد من الازمات المالية
  - تشجيع المستثمرين المسلمين على التعامل بالأدوات المالية الاسلامية الحديثة



### قائمة المراجع:

#### أولاً: المراجع باللغة العربية

#### الكتب:

1. أحمد محمد الخليل، الاسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي، ( المملكة العربية السعودية، دار الجوزي للنشر و التوزيع، ط:01، 2003)
2. ديميا وليد حنا الرضي، الاسواق المالية، تركيبتها، كفاءتها، سيولنها و التجربة العربية،(القاهرة، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية جامعة الدول العربية، ط:01، 2015).
3. زاهرة على محمد بني عامر، " التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية" ( عمان: دار عماد الدين، ط: 01،2009).
4. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وانواعها -الاستثمار الصناديق الاستثمارية الاوراق المالية و التجارية- ( القاهرة: دار التعليم الجامعي، ط:01، 2014)
5. كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية اسلامية، قسم الاقتصاد و المصارف الاسلامية جامعة اليرموك، اريد
6. لوانيس اكيديديس سنيل كيماز خندولوال، ترجمة عبير فوزان العمادي، ادارة المخاطر المالية في اعمال الصيرفة و التمويل الاسلامي ( عمان : دار الفكر ناشرون و موزعون، ط:01،2015 )
7. محمد صبري هارون ، أحكام الاسواق المالية، الاسهم و السندات، (الاردن: دار النفائس للنشر و التوزيع، ط:02، 2009 )
8. مختار حميدة، الخخصة عن طريق الاسواق المالية،(لبنان، الناشر مكتبة حسن العصرية، ط: 01،2013).

9. وليد الصافي، انس البكري، الاسواق المالية و الدولية، ( عمان: دار المستقبل للنشر و التوزيع ،2008)
10. نجلاء محمد ابراهيم بكر، اسواق المال وادارة الاستثمار، اكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، مصر
11. سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الاسلامية- الأزمة - المخرج- ( القاهرة، ط:01، دار الفكر العربي، 2010 )
12. عاطف وليم إندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، (دار شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2005)
13. عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، (دار صفاء، ط 1، الأردن، 2010 )
14. صالح محمد الحناوي، اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية،( الاسكندرية: الدار الجامعة، ط:02،2002)
15. رمزي محمود، الصكوك الاسلامية في ضوء المعاملات المصرفية في الراسمالية و الاسلام،(الاسكندرية: الناشر، منشأة المعارف، 2013).

### الدوريات:

16. احمد جابر بدران، "الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق، مجلة المسلم المعاصر"، مجلة دورية محكمة، لبنان، ع: 161/162، 2014
18. أسامة محمد الغولي، "تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي"، مجلة المسلم المعاصر، ع: 88، لبنان، 1998
19. الصادق لشهب ، احمد، بوريش "تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الاسلامية"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية، ع: 01، 2015

20. بوعبد الله علي، "تطور اصدار الصكوك المالية الاسلامية في بورصة ماليزيا"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، بمسيلة، ع:14، 2015
21. حازم بدر الخطيب، "دور واهمية العائد و الاوراق المالية في اسواق المال الاسلامية"، مجلة العلوم الانسانية، ع:11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الاردن: جامعة اربد الاهلية، ماي 2007
22. حمو اغار، يحي الزغبى، "الصكوك الاسلامية كاداة لتنشيط السوق المالية التجربة الماليزية"، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، افريل 2017
23. نوال بن عمارة، "الصكوك الاسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الاسلامية - تجربة السوق المالية الاسلامية الدولية"، البحرين - مجلة الباحث، ع:9، 2011 .
24. سليمان أبو مسامح، "المشتقات الماية الاسلامية بين النظرية و التطبيق"، مجلة الاقتصاد الاسلامي العالمية، افريل 2017
25. سناء نزار، موسى رحمانى، "دور الصكوك الاسلامية في سوق راس المال الماليزي خلال الفترة 2000-2014"، ابحاث اقتصادية وادارية، ع: 19، جوان 2016
26. عبد الجبار حمد السبهاني، "الاسهم والتسهيم، الاهداف و المآلات"، المجلة الأردنية في الدراسات الاسلامية ، ع: 02، 2009
27. عبد الله علي، "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الاوراق المالية في ماليزيا"، مجلة الاقتصاد الاسلامي، افريل 2017
28. صالح مفتاح، مونية سلطان ، "الادوات المالية الاسلامية المستخدمة في سوق الاوراق المالية الاسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)"، ابحاث اقتصادية وادارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، ع: 13، جوان 2013

29. صفية احمد ابو بكر "دور الصكوك الاسلامية في تنمية و دعم قطاع الوقف الاسلامي"، مجلة الاقتصاد العالمي الاسلامي، مارس 2017.
30. شافية كتاف، "اهمية الصكوك الاسلامية في تنشيط الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، سطيف، ع:14، 2014
31. خالد المققادي، "تدعم صناعة الصيرفة الاسلامية و المبادئ القائمة عليها"، مجلة الصيرفة الاسلامية، 05 ماي 2017
32. خولة النوباني، "آلية و متطلبات اصدار الصكوك الاسلامية"، مجلة الدراسات المالية و المصرفية ع: 01، 2013
- الأطروحات و مذكرات التخرج:
33. أيمن طلب محمد الشيخ عيد، "صكوك الاجارة و دورها في تمويل مؤسسات التعليم العالي الفلسطيني"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في الإقتصاد، جامعة غزة، 2014
34. هاني أنور صالح، "شركات الوساطة و اثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة 2007
35. زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك و دوره في تطوير سوق مالية اسلامية"، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد و المصارف الاسلامية، جامعة اليرموك الاردن، 2008
36. حكيم براضية، "التصكيك و دوره في ادارة السيولة بالبنوك الاسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، 2010-2011
37. محمد عدنان بن الضيف، "الاستثمار في سوق الاوراق المالية دراسة المقومات و الادوات من وجهة نظر اسلامية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2007-2008.

38. محمد غزال، "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية" مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2012-2013
39. مسعودة نصبة، "نحو نموذج اسلامي لسوق راس المال الاسلامي تجربة ماليزيا انموذجا"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2012-2013
40. نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق راس المال في ماليزيا"، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة قسم الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2007
41. نورة بومدين، "الاسواق المالية في الدول الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل تجربة السوق المالية الماليزية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2011-2012
42. ساسية جدي، "دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية دراسة حالة ماليزيا"، رسالة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، 2014-2015
43. سميحة بن محياوي، "دور الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية"، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2014-2015
44. سعود العنزوي، "الصكوك الإسلامية، ظوابطها و تطبيقاتها المعاصرة" رسالة دكتوراه غير منشورة، تخصص الفقه و اصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الاردنية، 2010
45. عبد الحميد فيجل، "دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الاسلامي لراس المال - التجربة الماليزية انموذجا -"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة 2014-2015

46. عبد الحفيظ خزان، "تفعيل دور اسواق الاوراق المالية واثرها على النمو الاقتصادي دراسة "سوق عمان للاوراق المالية من 2002 الى 2013"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2013-2014
47. فتيحة كحلي، " آداء صناديق الإستثمار الاسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الشلف، 2010-2011
48. فضل عبد الله علي عجبنا، "محددات اصدار الصكوك الاسلامية من قبل منظمات الاعمال، دراسة حالة التجربة السودانية-1998-2011-" أطروحة دكتوراه، جامعة السودان للعلوم و التكنولوجيا، 2012
49. رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الاوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة دراسة حالة تونس و الجزائر و المغرب"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010-2011.
50. شافية كتاف، "دور الادوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية، دراسة تطبيقية لبعض الاسواق المالية العربية والاسلامية"، اطروحة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2013-2014

### الملتقيات:

51. جمال لعامرة، رايس حدة ، "تحديات السوق المالي الاسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية"، بسكرة يومي 21 و 22 نوفمبر 2006

52. بشر محمد موفق، "ماهية السوق المالية الإسلامية"، موسوعة الإقتصاد و التمويل الإسلامي، منتدى الحوار في الاسواق المالية والازمة المالية المعاصرة في 07-07-2010

53. هند مهداوي وآخرون، "الإقتصاد الإسلامي، الواقع وآفاق السوق المالية الإسلامية دراسة بعض تجارب البلدان الإسلامية والغربية، الواقع... ورهانات المستقبل"، الملتقى الدولي الاول لمعهد العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، عين تيموشنت، أيام 23 و 24 فيفري 2011.
54. هشام جابر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار في فلسطين بين آفاق التنية و التجارة المعاصرة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، في الفترة 8-9 ماي 2005
55. وليد العايب، لحو بوخاري، "اشكالية استخدام المشتقات المالية كأداة لتحوط من المخاطر في ظل الازمات دراسة مقارنة بين المشتقات المالية التقليدية والصكوك الإسلامية"، المؤتمر الدولي حول منتجات و تطبيقات الابتكار و الهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية، جامعة برج بو عرييج، يومي: 5 و 6 ماي 2014
56. زياد الدماغ، "دور الصكوك الإسلامية في دعم الموازنة العامة من منظور تمويل إسلامي"، مؤتمر دولي بماليزيا
- International conference on Islamic Banking and finance, cross broder and litigation (15-16 June 2010 )
57. حميد قرومي، "صناعة الصكوك الإسلامية واقع وآفاق، الملتقى الدولي الثالث حول المالية الإسلامية بصفاقس"، تنظم كلية العلوم الاقتصادية بصفاقس بالاشتراك مع كلية العلوم الاقتصادية لجامعة ليبيا و مجمع البنك الإسلامي بجدة و مساهمة الجمعية التونسية للاقتصاد الدولي، تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، "الصكوك الإسلامية و الصكوك الوقفية" يومي 16-17 جوان 2014

58. مبارك بن سليمان آل فوز، "الاسواق المالية الاسلامية من منظور اسلامي"، المملكة العربية السعودية، وزارة التعليم العالي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز ابحاث الاقتصاد الاسلامي، السعودية، مركز النشر العلمي، ط:01،2010
59. محمد الجارحي، عبد العظيم جلال ابو زيد، "اسواق الصكوك الاسلامية و كيفية الارتقاء بها"، مركز ابحاث فقه المعاملات الاسلامية، من الموقع الالكتروني: (06-05-2017) [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)
60. محمد زيدان، "تفعيل دور الرقابة الشرعية و التدقيق الشرعي في المصارف و المؤسسات المالية الاسلامية"، مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع و المأمول، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري بدبي من 21 ماي الى 2 جوان 2009
61. محمد نور الدين غادمن، "تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ندوة الصكوك الاسلامية- التجربة الماليزية مركز الملك فهد للمؤتمرات السعودية، 2008
62. محمد سليمان العمر، "الصكوك الاسلامية ابرز أدوات تطوير عمل البورصة"، منتدى الاقتصاد الاسلامي ، 2015، من الموقع الالكتروني:islamic.go-forum.net(2017-05-06)
63. محمد عدنان بن الضيف ، ربيع المسعود، "ادوات الدين وبدائلها الشرعية في الاسواق المالية الاسلامية، الملتقى الدولي الاول لمعهد العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير بعنوان "الاقتصاد الاسلامي... الواقع ورهانات المستقبل" جامعة غرداية، ايام 23-24 فيفيري 2011
64. نوال سمرد، رفيق بشوند، "دور السوق المالي الاسلامي في معالجة السيولة النقدية- الصكوك الاسلامية نموذجاً"- المؤتمر الدولي الثاني للمالية و الصيرفة الاسلامية، كلية الشريعة، الجامعة الاردنية ، يومي 2015/07/30-28



65. نعيمة برودي، "التصكيك الاسلامي حجر الاساس لقيام سوق الاوراق المالية الاسلامية، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الاسلامية"، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بتلمسان الجزائر، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013
66. سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، "ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية الحكومية دراسته تطبيقية على صكوك الحكومية السودانية"، المؤتمر الدولي الخامس للصيرفة الاسلامية و التمويل الاسلامي، " ادارة المخاطر. التنظيم و الاشراف"، بمعهد الدراسات المصرفية، الاردن، ايام 6-7-8 اكتوبر، 2012
67. سليمان ناصر، "السوق المالية الاسلامية، كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الاسلامي"، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، سطيف، يومي 25 و 26 ماي، 2003.
68. عجيل جاسم النشمي، "التوريق و التصكيك و تطبيقهما" الدورة 19 لمجتمع الفقه الاسلامي الدولي، الشارقة، الامارات العربية، 2009
69. عبد الباري مشعل، "الصكوك، حكم ضمان الطرف الثالث، وضمان القيمة الاسمية و العائد و الضمان بعوض، والتعهد بشراء الصكوك مع تغير العين"، مجمع الفقه الاسلامي الدولي، الدورة العشرين، الجزائر، 13-18 سبتمبر 2012.
70. عبد الله ابراهيم نزال، "السوق المالية الاسلامية، كفاءة تسعير الاوراق المالية في السوق المالي الاسلامي"، الملتقى الدولي الاول بعنوان "الاقتصاد الاسلامي الواقع و رهانات المستقبل"، جامعة الزرقاء، يومي 23 و 24 فيفري 2011.

71. علاء الدين زعتري، " الصكوك- تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، -حجم اصداراتها، تحديات الاصدار" بحث مقدم الى لورشة العمل التي اقامتها شركة BDO بعنوان الصكوك الاسلامية، تحديات، تنمية ممارسات دولية، عمان، 18-19/07/2010
72. فؤاد محمد محيسن، "الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها"، الدورة 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، 1-5 جمادى الأولى 1430 الموافق ل 26-30 أبريل 2009
73. فتح الرحمان علي محمد صالح، "دور الصكوك الاسلامية في تمويل المشروعات التنموية" منتدى الصيرفة الاسلامية اتحاد المصارف العربية ، بيروت يوليو، 2008
74. صالح مفتاح، رحال فاطمة، "واقع صناعة الصكوك الاسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي"، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية الاسلامية، جامعة بسكرة يومي 5 و 6 ماي 2014
75. صليحة عماري، آسيا سعدان ، "الصكوك الاسلامية، تطوراتها و آليات ادارة مخاطرها"، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الاسلامية آليات ترشيد الصناعة الاسلامية" ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بقالمة، يومي 8 و 9، ديسمبر 2013.
76. رفعت السيد العوضي، "الاسواق المالية في الاقتصاد المعاصر و الاقتصاد الاسلامي"، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، جامعة الاردن، في الفترة من 25-29 ديسمبر 2010
77. خالد محمود الزهار، رامي الصالح عبده، "تحو سوق مالية اسلامية، المؤتمر الاول الاستثمار و التمويل في فلسطين بين آفاق التنمية و التحديات المعاصرة"، المنعقدة بكلية التجارة في الجامعة الاسلامية غزة في الفترة من 8-9 مايو 2005.

78. خير الدين معطى الله ، رفيق شرياق ، "الصكوك الاسلامية كاداة لتمويل المشاريع التنموية الاقتصادية"،  
الملتقى الدولي حول تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الاسلامي، جامعة قالمة يومي، 03 و 04  
ديسمبر 2012.

### ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

#### **Books:**

79. Monzer kahf , " **The Use of Assets Ijara Bonds For Bridging The Budget Gap**",  
Islamic Economic Studies,IRTI, Islamic Development Bank, Jeddah,Vol:  
04,No:02 ,May 1997 ,p:82
80. Muhammad Ayub, "**Securitization Sukuk and Fund Management Potential to  
be Realized by slamic Financial Institutions**",p:353, [de site web :](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf)  
[www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/m151.pdf) ( 17-04-2017

#### **Reportts:**

81. **Securities commissions, annuel report ( 2005 - 2013)**

#### **Seminars:**

82. Ijlal Ahmed Alvi, "**Sukuk Market Overview & Structural Trends**", IIFM  
Industry Seminar on Islamic Capital & Money Market, international islamic  
Financial market, Manama, Kingdom of Bahrain, 3rd December 2013,p9.

#### **المنشورات الالكترونية:**

83. احمد محمد ناصر، الاسواق المالية الاسلامية مبادئها و ادواتها، على الموقع الالكتروني:  
[www.kantakji.com/merkets/اسواق مالية اسلامية /aspx](http://www.kantakji.com/merkets/اسواق%20مالية%20اسلامية.aspx) اسواق مالية اسلامية ( 04-04-2017)
84. احمد محمد ناصر، الاسواق المالية الاسلامية مبادئها و ادواتها، على الموقع الالكتروني:  
[www.kantakji.org/fqh/f.les/banks/101044\(01-05-2017\)](http://www.kantakji.org/fqh/f.les/banks/101044(01-05-2017))
85. احمد غانم، السوق الاسلامية .. مقومات الفكرة و معوقات التنفيذ، 10-11-2002  
من الموقع الالكتروني:(2017-04-30)articles.islamweb.net
86. اشرف محمد دوابه، ادارة مخاطر الصكوك الاسلامية، كلية المجتمع، جامعة الشارقة، من الموقع  
الالكتروني: [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com) < media (2017-04-22)
87. هديل بكري، تعريف، مفهوم الصكوك الاسلامية، 17-03-2017 من الموقع  
الالكتروني:mawdoo3.com< معاملات اسلامية ( 2017-04-22)
88. زبير الانصاري، ماهي الصكوك الاسلامية ومادورها الاقتصادي؟ من الموقع الالكتروني:  
[www.hayat.com/Articles.115667159\(09-05-20\)](http://www.hayat.com/Articles.115667159(09-05-20))
89. زياد رمضان ومروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات  
،17/03/2017، من الموقع الالكتروني [www.neelwafurat.com](http://www.neelwafurat.com) ( 2017-04-05)
90. حسين حسين شحاتة، احكام المعاملات في سوق الاوراق المالية ( حكم التعامل في البورصة ) جامعة  
الازهر من الموقع الالكتروني :  
[www.darelmashora.com/download.ashx?Docid=2525](http://www.darelmashora.com/download.ashx?Docid=2525) (26-04-2017)
91. محمد عبد الحليم عمر، "السوق المالية الاسلامية في ماليزيا التجربة التجربة و النجاح"، جريدة  
الاقتصادية، 8-9-2007، من الموقع الالكتروني :  
[www.esgs.com.from/showthread.php?=647](http://www.esgs.com.from/showthread.php?=647)

92. نبيل عبد القادر عبد الوهاب، الصكوك الإسلامية، مقالات المعرفة من الموقع الالكتروني:  
www.marefa.org «index.php» الصكوك (2017-04-22)
93. سليمان سرحاني، الصكوك الإسلامية.. الايجابيات و السلبيات من الموقع الالكتروني:  
https://m.alwafd.com (2017-04-22)
94. عبد العظيم ابو زيد، التعهد بشراء الصكوك، مقالة من مركز اخبار الصناعة المالية، المجلس العام للبنوك  
والمؤسسات المالية الإسلامية 2009، من الموقع الالكتروني:  
abdulazeem-abozaid.com (2017-05-21)
95. علاء الدين الرفاتي، السوق و مكانتها في الاسلام، 2006، من الموقع الالكتروني:  
lefpdia.com/arab/wp/.centent/uploads/2009/09/kkk5.bdf (2017-04-04)
96. علي السالوس، الظروف الشرعية للصكوك الإسلامية، مقالات العرب القطرية 2013-02-18  
m.alarab.qa>story الظروف الشرعية
97. فاينانشيال اسلام، الصكوك الإسلامية، مرصد الصيرفة الإسلامية من الموقع  
الالكتروني: ar.financialislam.com < ( 2017-04-22 )
98. قاسمي عبد الغاني، أدوات سوق النقد الإسلامية: مدخل للهندسة المالية، من الموقع الالكتروني:  
[www.academia.edu\(06-05-2017\)](http://www.academia.edu(06-05-2017))
99. Bursa malaysia.corporate.structur.one line.avialable at :  
[http :bursamalaysia.com/corporate/about-us/ourorganisation/corporate.estructure](http://bursamalaysia.com/corporate/about-us/ourorganisation/corporate.estructure)

