

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed KHIDHER -Biskra  
Faculté des Sciences Economiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département des Sciences Economiques



جامعة محمد خيضر - بسكرة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

## الموضوع

دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية

دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

د. صيفي وليد

إعداد الطالب(ة):

بن سمينة عبد الحفيظ

### لجنة المناقشة

الرقم	أعضاء اللجنة	الرتبة	الصّفة	مؤسسة الانتماء
1	بن الزاوي عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة بسكرة
2	صيفي وليد	أستاذ محاضر - أ.	مشرفا	جامعة بسكرة
3	شاوش إخوان سهام	أستاذ محاضر - ب.	ممتحنا	جامعة بسكرة

السنة الجامعية: 2020/ 2019

## الإهداء

اللهم اجعل هذا العمل خالصاً لوجهك الكريم وصلي اللهم وسلم على سيدنا ومعلمنا المنزل عليه  
الوحي بأول كلمة "اقرأ" الحبيب المصطفى محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى:

- من تعجز الكلمات عن وصفها لأن لها في القلب بصمات، بر الأمان ومنبع الحنان أمي الحبيبة.
- إلى من عانى المشقة من أجل تربيته وتعليمي فأنا لي الطريق بنور العقل وسبيل العلم والرشاد إليك  
أبي الغالي.
- إلى توأم روحي وشريكة حياتي إليك زوجتي الغالية.
- إلى فلذات كبدي وقرّة عيني إلى ولدي الكتكوتين أمينة ومحمد رائد.
- إلى من قاسموني حلاوة العيش ومرارتها إلى إخوتي كل واحد باسمه.
- إلى من قاسمتني عناء هذا البحث وكانت خير الأحباب أختي وأستاذتي الغالية "البروفيسورة دلّال"  
إلى زوجها الكريم "رماني مسعود" إلى أولادها خاصة البرعم "محمد"
- إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد أهدي ثمرة جهدي هذا.

ع. الحفيظ

## شكر و تقدير:

بسم الله الرحمن الرحيم

" وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم "

صدق الله العظيم

سورة إبراهيم الآية 7

عبارة شكر وتقدير وتبجيل، كلمات احترام وتقدير كلها امتنان واعتراف بالجميل الشكر لله عز وجل في السر والجمهور على نعمه التي لا تعد ولا تحصى والصلاة والسلام على رسوله الكريم صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين.

-إليك أستاذي الفاضل" الدكتور وليد صيفي" على الجهد المبذول وعلى النصائح والتوجيهات جزاك الله عني كل خير.

إلى التي داعبت يداها لوحة المفاتيح بكل صبر وتجلد حتى رأى هذا العمل النور إليك أختي وأستاذتي الفاضلة" البروفيسورة دلالة بن سمينة" .

إلى كل أساتذتي بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير -جامعة بسكرة- والطاقم الإداري على كل التسهيلات الممنوحة .

ع. الحفيظ

## ملخص البحث:

استهدفت الدراسة البحث في دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية ، ونظرا للنجاح الذي شهدته التجربة الماليزية في مجال إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، اتخذت الدراسة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي كحالة ، حيث تم الوقوف على دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في دولة ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) وذلك من خلال التعرض لتطور إصدار وتداول الصكوك في هذا السوق وأنواعها ومساهمتها في تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي ومعدل رسمته، وقد تبين أن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية، له دور كبير في تطوير السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، كما توصلت الدراسة إلى أن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا أصبح يشكل جزءا مهما في السوق المالية الماليزية ويساهم بشكل كبير في دفع النمو فيها، وقد اتسع حجم هذا السوق وزادت قيمة إصداراته وتداولاته بفضل جاذبية أدواته والتي من أهمها الصكوك الإسلامية .

**الكلمات المفتاحية:** السوق المالية، الصكوك الإسلامية، سوق رأس المال الإسلامي، ماليزيا.

## Abstract:

The study aimed to research the role of Islamic sukuk in developing the financial market, and in view of the successful experience of Malaysia in the field of issuing and trading Islamic sukuk, the study took the Malaysian Islamic capital market as a case, Where we studied the role of Islamic sukuk in the development of the Islamic capital market in the State of Malaysia during the period (2010-2017) through exposure to the development of issuance and circulation of sukuk in this market and its types and its contribution to the development of the size and rate of the Islamic capital market, It has been shown that creating financial and investment tools such as Islamic bonds and trading them in the financial market has a major role in developing the financial market due to the consequent depth and breadth of the market, The study found that the Islamic capital market in Malaysia has become an important part of the Malaysian financial market and contributes significantly to driving growth in it. The size of this market has expanded and the value of its issuances and trades increased thanks to the attractiveness of its instruments, the most important of which are Islamic sukuk.

**Keywords :** Financial market, Islamic Sukuk, Islamic Capital Market, Malaysia.

## فهرس المحتويات:

الصفحة	الموضوع
IV	الإهداء
IV	شكر و تقدير
IV	ملخص البحث
IV	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
أ-هـ	المقدمة
29-1	الفصل الأول: الإطار النظري للسوق المالية وسوق المال الإسلامي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية السوق المالية
3	المطلب الأول: مفهوم ووظائف السوق المالية
3	أولاً: مفهوم السوق المالية
4	ثانياً: وظائف الأسواق المالية
6	المطلب الثاني: أقسام السوق المالية
6	أولاً: سوق رأس المال
13	ثانياً: سوق النقد
16	ثالثاً: الأسواق المشتقة
21	المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية
21	المطلب الأول: مفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية
21	أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية
22	ثانياً: أهمية السوق المالية الإسلامية
23	المطلب الثاني: مبادئ ومقومات الأسواق المالية الإسلامية
23	أولاً: مبادئ السوق المالية الإسلامية
24	ثانياً: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها

26	المبحث الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية
26	المطلب الأول: شروط إنشاء سوق مالية إسلامية
27	المطلب الثاني: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالية الإسلامية
27	أولاً: الضوابط الشرعية
27	ثانياً: الضوابط القانونية
29	خلاصة الفصل الأول
54-30	الفصل الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية، أنواعها ودورها في تطوير السوق المالية
31	تمهيد
32	المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
32	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها
32	أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية
33	ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية
34	المطلب الثاني: مقارنة بين الصكوك وغيرها من الأوراق المالية
34	أولاً: مقارنة بين الصك الإسلامي والسهم
35	ثانياً: مقارنة بين الصك الإسلامي والسند
36	المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية، أهميتها ودورها في تطوير السوق المالية
36	المطلب الأول : أنواع الصكوك الإسلامية
36	أولاً: صكوك المضاربة (القراض)
38	ثانياً: صكوك المشاركة
39	ثالثاً: صكوك المرابحة
39	رابعاً: صكوك السلم
40	خامساً: صكوك الإستهناج
41	سادساً: صكوك المزارعة، المغارسة و المساقاة
41	سابعاً: صكوك الإجارة
43	المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير الأسواق المالية
43	أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية
45	ثانياً: دور الصكوك الإسلامية في تطوير الأسواق المالية
47	المبحث الثالث: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

47	المطلب الأول: أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية
47	أولاً: أطراف عملية التصكيك
48	ثانياً: مراحل طرح الصكوك الإسلامية
49	المطلب الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية
49	أولاً: الضوابط القانونية لإصدار الصكوك
51	ثانياً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية
54	خلاصة الفصل الثاني
84 - 55	الفصل الثالث: دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)
56	تمهيد
57	المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
57	المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، نشأته وتطوره
57	أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
58	ثانياً: نشأة وتطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
59	ثالثاً: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
61	رابعاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
61	المطلب الثاني: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
61	أولاً: أدوات الملكية الإسلامية
63	ثانياً: الصكوك الإسلامية
64	ثالثاً: الوسطاء والخدمات
66	المبحث الثاني: الهيآت الرقابية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
66	المطلب الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية
66	أولاً: وظائف وأهداف هيئة الأوراق المالية الماليزية
67	ثانياً: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تنمية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي
69	المطلب الثاني: هيئة الرقابة الشرعية
69	أولاً: أهداف الرقابة الشرعية
70	ثانياً: دور الرقابة الشرعية في تنمية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

72	المبحث الثالث: تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأثره على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)
72	المطلب الأول: تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
72	أولاً: تطور حجم الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة
76	ثانياً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوعها
80	المطلب الثاني: تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
80	أولاً: عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق
81	ثانياً: تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا
82	ثالثاً: حجم سوق رأس المال الإسلامي (ICM) في ماليزيا
84	خلاصة الفصل الثالث
88-85	خاتمة
93-89	قائمة المراجع

## فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
79	تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي	01
80	تطور عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال بماليزيا خلال الفترة (2010-2017)	02
81	تطور القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2010-2017)	03

## فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
73	إجمالي الصكوك المصدرة والقائمة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2010-2017)	01
75	صكوك الشركات الموافق عليها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2017)	02
83	تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا	03

## المقدمة:

### تمهيد

حققت صناعة التمويل الإسلامي نمواً سريعاً وزاد نفاذ الصيرفة الإسلامية إلى أسواق الكثير من الدول، حيث بدأ التمويل الإسلامي بالنمو في جميع أنحاء العالم مع بعض التركيز في عدد من الدول خاصة دول الشرق الأوسط وآسيا، ووصل النمو السنوي للتمويل الإسلامي ما يقرب 20% في الآونة الأخيرة مما يشير إلى أهمية المبادئ التي تحكم الأنشطة المالية الإسلامية.

إن التوسع السريع في سوق الصكوك الإسلامية لافقت للنظر بشكل خاص، وهذا يعكس العوامل في جانب كل من العرض والطلب، ففيما يتعلق بجانب الطلب هناك حاجة ملحة لتمويل مشاريع البنية التحتية، وفيما يتعلق بجانب العرض، تساعد الإصلاحات التي تتم في الأطر القانونية والضريبية والتنظيمية في إزالة المعوقات في جانب العرض المفروضة على الصكوك في عدد من الدول الآسيوية ودول الشرق الأوسط .

وبالتالي فمن المحتمل أن يؤدي ظهور سوق الصكوك الإسلامية إلى إحداث تغييرات مستدامة وهيكلية في الأسواق المالية العالمية، للدرجة التي تعكس الإجراءات التي يتخذها عدد متزايد من البلدان لدمج التمويل الإسلامي في برامج النفقات لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وتعتبر ماليزيا من أكبر الدول إصداراً وتداولاً للصكوك على المستوى العالمي، حيث تعد التجربة الماليزية من التجارب الرائدة على المستوى العالمي في إقامة سوق رأس مال إسلامي واستحداث أدوات مالية متوافقة مع الشريعة الإسلامية وقادرة على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية والتي من أهمها الصكوك الإسلامية.

### 1- إشكالية الدراسة:

تعتبر الأسواق المالية عصب الاقتصاد حيث تعتبر القناة التي تنتقل من خلالها الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز بما يساهم في تمويل الاستثمارات وتحريك عجلة الاقتصاد، ويؤدي تنوع وتطور الأدوات المالية وإتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين إلى تنشيط الأسواق المالية وتطورها.

وتعتبر الصكوك الإسلامية من أهم الأدوات المالية التي فرضت نفسها في العديد من الأسواق المالية بالعديد من الدول العربية والإسلامية والغربية وبدأت في الانتشار في الأسواق العالمية، وأصبحت ذات أهمية كبيرة فهي الطريق المكمل للأسهم والجناح الثاني للسوق الثانوي للأوراق المالية .

ولما كانت الأسواق المالية عصب الحياة كان لزاما إيجاد منافذ لاستثمار الأموال، منافذ تختص بها أسواق رأس المال الإسلامية، من خلال أدواتها الاستثمارية المختلفة وأهمها الصكوك الإسلامية وبالتالي تطلب الأمر الاهتمام بالصكوك الإسلامية وتطويرها وتكييفها مع أحكام الشريعة الإسلامية بما يمكن أن يضمن للمسلمين استثمار أموالهم بأكثر مرونة وأقل مخاطر من جهة وتنشيط حركية المصرفية الإسلامية والأسواق المالية من جهة ثانية وتكون بديلا مناسباً للسندات التقليدية من جهة ثالثة.

بناء ما على سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

### كيف تساهم الصكوك الإسلامية في تطوير الأسواق المالية؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية نحاول الإجابة عليها من خلال هذه

الدراسة :

- فيما تكمن أهمية الأسواق المالية وما هي أهم أدواتها؟
- ما هي أهم مقومات السوق المالي الإسلامي ؟
- فيما تكمن أهمية الصكوك الإسلامية وما هي شروط وضوابط إصدارها وتداولها؟
- ما هو دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2010-2017؟

### 2- فرضيات الدراسة:

- يؤدي زيادة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية إلى تطوير السوق المالية .
- يتطلب إنشاء سوق مالي إسلامي مجموعة من الشروط و الضوابط القانونية والشرعية.
- تشكل الصكوك الإسلامية أكبر نسبة من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017).
- لعبت الصكوك الإسلامية دور ايجابي في تطوير سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2010-2017 .

### 3- أهداف الدراسة :

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية :

- التعرف على طبيعة الأسواق المالية والأسواق المالية الإسلامية؛
- التعرف على الصكوك الإسلامية من حيث مفهومها و خصائصها، ضوابط إصدارها وأنواعها؛
- إبراز دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية؛

- عرض تجربة سوق رأس المال الإسلامي الماليزي والدور الذي تلعبه الصكوك الإسلامية في تطويره.

#### 4- أسباب اختيار الموضوع:

- تتمثل الأسباب التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع للبحث في:
  - الميول الشخصي لمواضيع التمويل الإسلامي؛
  - الأهمية التي أصبح يكتسبها التمويل الإسلامي ليس فقط على المستوى المحلي أو على مستوى الدول الإسلامية بل على المستوى العالمي؛
  - أهمية الصكوك الإسلامية في الوقت الراهن كأداة من أدوات التمويل التي تستقطب شريحة كبيرة من المستثمرين؛
  - التجربة الناجحة لسوق رأس المال الإسلامي والصكوك الإسلامية في ماليزيا الأمر الذي دفعنا لدراستها ومحاولة الاستفادة منها على مستوى الجزائر.

#### 5- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الموضوع معالجة موضوع مهم من مواضيع المالية الإسلامية وهو دور إحدى أبرز الأدوات المالية الإسلامية وهي الصكوك الإسلامية في تطوير الأسواق المالية وتبرز أهمية الموضوع في إبراز الدور الذي يمكن أن تلعبه هذه الأداة خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من نقص مصادر التمويل والأوعية الادخارية والدول الإسلامية التي ينصرف الكثير من المستثمرين فيها عن التعامل بالأدوات التقليدية وبالتالي توضيح إمكانية اعتمادها وتطويرها.

#### 6- منهج الدراسة:

تتبع الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها، للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، وذلك بالاستناد على أدوات إيضاحية كالجداول والمنحنيات البيانية كلما دعت الحاجة لذلك.

#### 7- مصادر الدراسة:

اعتمدت الدراسة في شقيها النظري والتطبيقي على معلومات مأخوذة من الكتب و المقالات بالمجلات المحكمة و المداخلات في الملتقيات والمؤتمرات العلمية وكذا الرسائل والأطروحات و التقارير ذات الصلة بموضوع الدراسة.

## 8- تحديد إطار الدراسة:

- بالنسبة للحدود المكانية تركز الدراسة على دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي بدولة ماليزيا.
- أما الحدود الزمانية فتركز على دراسة الفترة (2010-2017) .

## 9- صعوبات الدراسة:

من أهم الصعوبات التي واجهتنا في دراسة هذا الموضوع نذكر:

- قلة المراجع ونخص بالذكر الكتب الصادرة في هذا الموضوع .
- تضارب الإحصائيات بمختلف مصادرها وأحيانا في نفس المصدر.

## 10- الدراسات السابقة:

تناولت عدة دراسات تحليل العلاقة بين استحداث أدوات مالية إسلامية خاصة الصكوك الإسلامية والدور الذي لعبته في تطوير السوق المالية أو سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة لبعض الأسواق المالية ومن أهمها نجد:

- دراسة نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مقال منشور في مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 09، 2011.

هدفت الدراسة إلى عرض واقع إصدار وتداول الصكوك الإسلامية، وأهم التحديات التي تواجهها، وكذا إبراز دور السوق المالية الإسلامية الدولية في تطوير هياكل الأدوات والعقود المالية، وتأسيس سوق مالية ترتكز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وخلصت إلى ضرورة تطوير أدوات مالية إسلامية تتميز بالمصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والاستفادة من الاعتراف الدولي للصكوك الإسلامية

- دراسة كتاف شفية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف السنة الجامعية 2013/2014

استهدفت الدراسة البحث في دور وأهمية الأدوات المالية الإسلامية وخاصة منها الأسهم المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية والصكوك الإسلامية وصناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، حيث تبين أن نجاح هذه السوق وتطورها يعتمد اعتمادا وثيقاً على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها، حيث أن إتاحة أكثر من بديل أمام المستثمرين يضيف النجاح

والتميز على أداء السوق المالية ويعتبر من أبرز عوامل نموها وتماسكها، كما تبين أيضًا أنه من خلال الهندسة المالية الإسلامية يمكن تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية من شأنها توسيع وتنشيط السوق المالية الإسلامية ، التي تساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

- دراسة عبو عمر ، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، مقال منشور بمجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية ، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، العدد 18 ، جوان 2017

تناولت الدراسة مفهوم الصكوك الإسلامية وأنواعها و تم التطرق للصكوك الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن الصكوك تعتبر أداة تنشيط وتفعيل للأسواق المالية الإسلامية من أجل زيادة حجم وقيمة التداول في السوق و تمثل الصكوك الإسلامية في الحصة الكبيرة من حجم وقيمة التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية مقارنة بالسندات.

وبالنسبة لدراستنا هذه فتحاول إبراز دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية مع التركيز على حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال تحليل هذه العلاقة في الجانب النظري ومحاولة إبراز العلاقة بين زيادة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و قيمته السوقية و معدل رسملته.

## 11- هيكل الدراسة:

للإحاطة بمختلف أبعاد الموضوع والإجابة على الإشكالية والأسئلة المطروحة واختبار الفرضيات المقدمة قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول كما يلي:

- الفصل الأول : يدرس الإطار النظري للسوق المالية والسوق المالي الإسلامي من خلال دراسة ماهية السوق المالية والسوق المالية الإسلامية ثم الشروط اللازمة لإنشاء السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية .
- الفصل الثاني: يهتم بدراسة ماهية الصكوك الإسلامية، أنواعها ودورها في تطوير السوق المالية وكذا ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية
- الفصل الثالث: يتخصص في دراسة دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال دراسة ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا و الهيآت الرقابية فيه ودورها في تطويره ثم تحليل تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأثره على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017).

الفصل الأول: الإطار النظري للسوق المالية والسوق  
المالي الإسلامي

**تمهيد:**

تحظى الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، حيث أنها تمثل مرآة الاقتصاد، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده مما يعود بالفائدة على المجتمع بأسره، إلا أن ما يؤخذ على هذه الأسواق والمصارف أن أساس تعاملها هو الربا المحرم شرعا في ديننا الإسلامي، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى وجود سوق مالية إسلامية بديلة يكون أساس تعاملها وفق الضوابط الشرعية.

وفي الوقت الذي أثبتت فيه الصناعة المصرفية الإسلامية نجاحها ومساهمتها في تطوير نظرية الاقتصاد الإسلامي في الفترة الزمنية الأخيرة، ظهر تحد جديد يتمثل في إنشاء سوق مالية إسلامية تُؤسس وفق مبادئ الاقتصاد الإسلامي، وتخضع في عملها لضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية الغراء، وهذا من شأنه أن يجعل النظام المالي الإسلامي أكثر استقلالية عن النظام التقليدي، ومحققا للمصادقية الشرعية، والكفاءة الاقتصادية.

ونحاول من خلال هذا الفصل الوقوف على ماهية الأسواق المالية وسوق المال الإسلامي من

خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية السوق المالية.

المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية.

المبحث الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية.

## المبحث الأول: ماهية السوق المالية

تحظى الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على سد حاجة التنمية الاقتصادية ودعم الاقتصاد، فهي تعتبر الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن رؤوس أموال بهدف التمويل، وذلك عن طريق أدوات مالية متعددة.

ونحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على ماهية هذه السوق من خلال التعرض لمفهومها ووظائفها، أقسامها وأدواتها.

### المطلب الأول: مفهوم ووظائف السوق المالية

#### أولاً: مفهوم السوق المالية

تعرف السوق المالية على أنها ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لفرص استثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة<sup>1</sup>.

كما يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه. لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، أي أن السوق المالي يجمع عامل الطلب والعرض والوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص 110.

<sup>2</sup> أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار معتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص. 11

و عليه تتضمن الأسواق المالية القنوات التي ينساب فيها المال من أصحاب الفائض (قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع) إلى أصحاب العجز (قطاعات ومؤسسات وأفراد آخرين)، من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين، والتي يطلق عليها الوسطاء الماليون.

ويتم التعامل في السوق المالية في الأموال عرضا وطلبا، سواء تم ذلك في أماكن محددة كما في بورصات الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة، من خلال ما يعرف بالسوق الموازية، أي من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل في الأوراق المالية بيعا وشراء، كبيوت السمسرة، وشركات الاستثمار، والبنوك التجارية.

و بناء على ذلك تعتبر مؤسسات الوساطة المالية - كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمؤسسات الادخارية - جزءا من السوق المالية.

## ثانيا: وظائف الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تحقيق التخصيص الأمثل لموارد المجتمع وخاصة إذا تميزت هذه الأسواق بالكفاءة، بمعنى أن يتم توجيه هذه الموارد إلى المنشآت الأكثر كفاءة في استخدام الموارد والاستخدامات التي يرى المجتمع أنها تمثل منفعة لأفراده وتقوم الأسواق المالية بثلاث وظائف اقتصادية أساسية يمكن توضيحها فيما يلي:

### 1- تحديد أسعار الأصول المالية:

تتمثل الوظيفة الأولى للأسواق المالية في تحديد أسعار الأصول و التي تتمثل في تحديد السعر العادل للأصل المالي الذي يتم تداوله في سوق المال، ويتحدد السعر العادل من خلال عمليات التداول و التي يتم من خلالها التقاء راغبي شراء الأصول المالية (الطلب)، و راغبي بيعها (العرض) ومن خلال تحديد السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المال من شراء أصول مقومه بأعلى من سعرها أو بيع أصول بأقل من سعرها العادل.

## 2- توفير السيولة:

تتمثل الوظيفة الثانية للأسواق المالية في توفير السيولة لمالك الأدوات المالية حيث تقدم الأسواق المالية للمستثمر الآلية اللازمة لبيع الأصول المالية بالسعر العادل، بمعنى تمكين المستثمر من تحويل الأصل المالي الخاص به إلى نقود بالسعر العادل وفي التوقيت الذي يريده، ويجب ملاحظة انه لولا الأسواق المالية لاضطر المستثمر لقبول السعر الذي يحدده المستثمر والذي قد يكون غير عادل إذا ما احتاج لتسييل أصوله المالية، أو ينتظر حتى تاريخ الاستحقاق ليحصل على أمواله في صورة نقدية .

و إذا كان الأصل المالي عبارة عن أسهم عادية فعلى المستثمر الانتظار لأجل غير محدد حتى يتم تصفية المنشأة التي يمتلك حصة فيها ولا يوجد ما يضمن حصوله على حصته بشكل كامل مما يترتب عليه عدم التخصيص الأمثل للموارد نتيجة حجز الأموال في استخدامات محددة ولا يمكن تحريرها لاستخدامات أخرى أكثر كفاءة.

## 3- تخفيض تكاليف العمليات المالية:

تتمثل الوظيفة الاقتصادية الثالثة للأسواق المالية في تخفيض تكاليف العمليات المالية، فبدون وجود الأسواق المالية التي تمارس مهامها بشكل كفء ستكون هذه التكاليف مرتفعة، وهناك نوعين من هذه التكاليف:

أ- **تكلفة البحث** : وهى تلك التكاليف التي يتحملها المستثمر للإعلان عن رغبته في شراء أو بيع أحد الأصول المالية، فوجود سوق المال يخفض للمستثمر تكاليف البحث عن طريق توفير آلية لالتقاء البائع والمشتري أقل قدر من التكلفة.

ب- **تكلفة المعلومات** : و تتمثل في التكلفة التي يتحملها المستثمر للحصول على المعلومات التي يتطلبها اتخاذ القرار، ووجود سوق المال يخفض هذه التكلفة إلى حدها الأدنى، من خلال التشريعات الخاصة بسوق المال واللوائح التنفيذية المطبقة على المنشآت والمتعاملين في سوق المال، فمن الاشتراطات الأساسية لتداول الأصول المالية لأي منشأة في سوق المال أن تلتزم بقواعد الإفصاح عن البيانات التي يمكن أن تؤثر في تقييم الأصل المالي، ويتم نشر البيانات المحاسبية والمالية والمؤشرات

الخاصة بالمنشآت حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار المناسب سواء بالشراء أو البيع ، كما يتم نشر بيانات التداول في الصحف اليومية.

### المطلب الثاني: أقسام السوق المالية

تتكون السوق المالية من جزأين رئيسيين<sup>1</sup> :

- **الجزء الأول:** وفيه يتم عرض الأموال والطلب عليها؛ وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تمثل هذه الأموال، ويطلق على هذا الجزء: السوق الأولية .
- **الجزء الثاني:** وفيه يتم تداول هذه الأدوات بالبيع والشراء، ويطلق على هذا الجزء السوق الثانوية. وتتداول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بسوق النقد

### أولاً: سوق رأس المال:

هي السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي: التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات، أم عن ملكية كالأسهم، وسميت سوق رأس المال؛ لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.

<sup>1</sup> دلال بن سميحة، محاضرات في مقياس تحليل مالي ونقدي معمق، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2019، ص14.

**1- أقسام سوق رأس المال:**

ينقسم سوق رأس إلى:

**1-2- السوق الأولية:**

وهي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية، كما تقوم الحكومات، والشركات، وغيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات.

**1-2- السوق الثانوية :**

وهي سوق التداول حيث يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السندات من السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءا منه لآخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها. كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة (عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك ببيع هذه الأسهم، أو جزء منها، كما تعتبر السوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، حيث يلجأ إليها كثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية؛ بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار، فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها؛ بل لبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق؛ ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها. وتنقسم السوق الثانوية إلى قسمين<sup>1</sup> :

**أ. سوق منظم (البورصة)**

وهي المكان الذي تتبادل فيه الأوراق المالية التي سبق إصدارها، إلا إنه يمكن أن تباع فيه الإصدارات الجديدة أيضا، وتلعب البورصة دورا مهما في تسهيل التداول وتحديد أسعار أوراق مالية وضمن السيولة لتوظيفات القيم المنقولة حيث تسمح البورصة بإعطاء الأوراق المالية قيم محددة وتعطي الفرصة للمشتري الأول ببيعها في السوق وبهذا تضمن السيولة لكل القيم المنقولة ، فالقيم المنقولة غير المسعرة هي بالتأكيد أقل سيولة، ففي إطار سوق موجه عن طريق أوامر فإن مقابلة الأوامر المختلفة للشراء وأوامر البيع تسمح بتحديد سعر التوازن.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.ص. 15، 16 .

وهناك أدوار أخرى جديدة للبورصة مثل إعادة تكوين رأس المال ، ضمان انتقال رؤوس الأموال بسهولة في ظل العولمة المالية، كما تعد وسيلة للإفصاح والإشهار للقدرة المالية للمؤسسات والاقتصاديات وبالتالي فهي تضمن الممولين المحتملين (المستثمرين، البنوك..إلخ).

### ب. سوق غير منظم (سوق التداول خارج البورصة):

وتتميز بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أجهزة الكمبيوتر، وغيرها من وسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين.

### 2- الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

يتداول في سوق رأس المال نوعان من الأدوات أو الأوراق المالية: أحدهما: يعبر عن ملكية، وهي الأسهم بنوعيتها: العادية والممتازة، والآخر يعبر عن مديونية، وهي السندات.

### 2-1- الأسهم:

يمكن تعريف السهم على أنه صك ملكية يمثل حصة من رأس مال الشركة، أي أنه جزء من رأس مال الشركة المصدرة له، ويثبت السهم حقوق المساهم في الشركة.

إذن فالسهم - في حقيقته - جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة - عند تأسيسها - إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق.

وهناك عدة أنواع للأسهم تختلف حسب المعيار المعتمد في تصنيفها، فحسب طبيعة الحصة التي قدمها الشريك تقسم إلى أسهم عينية وأسهم نقدية وحسب الشكل تقسم إلى أسهم إسمية ولحاملها والأسهم الإذنية أو لأمر، أما من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها فتقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة وهذا ما سنتعرض له بشيء من التفصيل:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص.ص. 16-17.

### أ. الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية "حقوق الملكية والسهم طبقاً لمختلف الأنظمة القانونية يمثل حق شريك أو حصة شريك أو مساهم في رأسمال شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم ، وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتخول حاملها حقوقاً منها:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها .
- حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال
- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في السوق المالية، أو بغيرها من الطرق.
- حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
- حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

### ب. الأسهم الممتازة:

هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة هي :

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائداً لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند .
  - حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم - .
  - حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة.
- وهناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر التمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدر دائماً للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1999 ، ص. 29

## 2-2-السندات:

السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد<sup>1</sup>

السند يمثل حصة في ديون الشركة أي أنه اتفاق تعاقدى لمدة معينة وبمبلغ معين بين المقرض والمقترض، يتعهد فيه الأول "المدين" إلى الثاني "حائز السند" بدفع قيمة سند في تاريخ محدد بالإضافة إلى فوائد السند<sup>2</sup>.

وهناك عدة أنواع للسندات تختلف بحسب معيار التصنيف المعتمد، ومن أهمها نذكر:

- ✓ **حسب الجهة المصدرة:** وتنقسم إلى سندات عامة وأخرى خاصة حيث:
  - **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتمثل قروضا على عاتق الحكومة، ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات، وذلك بهدف تمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو لمواجهة العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم؛
  - **السندات الخاصة:** هي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا وتعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.

✓ **حسب تاريخ الوفاء بقيمتها:** تقسم إلى:

- **السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء:** وهي السندات التي ينص - عند إصدارها - على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.

<sup>1</sup> عبد النافع زراري وفرج غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص.160.

<sup>2</sup> عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009، ص.95.

- **السندات التسلسلية:** وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي
- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت مصلحة لها في ذلك، وإذا لم يكن السند قابلاً للاستدعاء فإن الشركة قد تقوم بتسديد السندات عن طريق شرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد، وذلك عندما تكون قيمة السند السوقية أقل من قيمته الاسمية.
- **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول - بمجرد التحويل - من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد.
- ✓ **من حيث الدخل (نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة السندات):** تقسم إلى :
  - **السندات ذات معدل الفائدة الثابت:** وهي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يحل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.
  - **السندات ذات معدل الفائدة العائم أو المتغير:** وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، بحيث إذا حل وقت دفع الفائدة، أعطي حامل السند نسبة الفائدة السائدة في ذلك الوقت.
  - **السندات التي لا تحمل معدل فائدة (السندات ذات الكوبون الصفري):** وهي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق، وبين السعر الذي اشتراها به، الفائدة الحقيقية على القرض، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها.
  - **سندات الدخل:** وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباح في تلك السنة، بحيث لا يحق لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً كافية، إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة.
  - **السندات المشاركة:** وهي السندات التي تعطي حاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية.

## 2-3- المؤشرات :

## أ. تعريف المؤشر:

هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، ويقوم على عينة من أسهم المنظمة التي يتم تداولها في السوق ويتم تحديد قيمة في البداية (الأساس) ثم يتم بعد ذلك مقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياساً شاملاً يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم ويعتمد بناء المؤشر على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب (عينة ملائمة وأسلوب محدد لتحديد وزن كل سهم داخل العينة، طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر).

وهناك نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقاس حالة السوق بصفة عامة مثل: مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر 500 لستاندر أندبور " SXP500 " ومؤشرات قطاعية أي تقيس حالة السوق لقطاع صناعة معينة ومنها على سبيل المثال مؤشر داوجونز للصناعة والنقل أو مؤشر Sxp لصناعة الخدمات العامة.

## ثانيا: سوق النقد:

## 1- مفهوم السوق النقدية

تعرف السوق النقدية على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل ، حيث تمثل هذه الأوراق أدوات دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين سبق أن اقضه لطرف آخر، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول و أن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة.

## 2- مكونات الأسواق النقدية

تقسم السوق النقدية إلى:<sup>1</sup>

أ.السوق الأولية: و يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة، وبأسعار فائدة تختلف حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

ب.السوق الثانوية : و يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد حسب العرض و الطلب ، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما :سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل:

- سوق الخصم: هو السوق التي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية

- سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصيرة تتراوح بين أسبوع واحدة وسنة كاملة، ويكون قوامها الأساسي من المشروعات و الأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من الناحية أخرى.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص. 93

## 3- الأدوات المتداولة في السوق النقدية:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل، قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد، لا يتجاوز - في الغالب - سنة منذ إصدارها، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية.

- **أدوات الخزانة:** هي أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الحكومة لغرض الاقتراض، وتتراوح فترة استحقاقها ما بين ثلاثة أشهر، واثنى عشر شهرا، وهي لا تحمل سعر فائدة محدد، وإنما تباع بخصم، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، وتتمثل الفائدة التي يحصل عليها المقرض في الفرق بين ما دفعه عند شراء الورقة ثمناً لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل.

- **شهادة الإيداع:** هي ورقة مالية، تثبت أن لحاملها وديعة لدى المصرف، أو المؤسسة المالية التي أصدرتها بالقيمة الاسمية المدونة عليها، وهي من أدوات الدين قصيرة الأجل، تصدرها البنوك التجارية؛ لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة، وأجال متفاوتة، لا تتجاوز السنة في الغالب .

و تحمل شهادات الإيداع قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة، يمكن أن يكون ثابتاً، ويمكن أن يكون متغيراً، بحيث يحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة، بالإضافة إلى الفائدة المتفق عليها. ويتم إصدارها وتسويقها بأحد أسلوبين :

- الأول: الإصدار العام، وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها .
- الثاني: الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها؛ بناء على طلب مسبق من قبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها. وتعد شهادات الإيداع من نوع

الودائع لأجل؛ ولذا فإنه لا يحق لحاملها استرداد وديعته قبل تاريخ الاستحقاق، إلا أنها تتميز بقبولها للتداول في السوق الثانوية، فيمكن لحاملها بيعها والحصول على نقوده قبل موعد استحقاقها، مقابل التنازل عن جزء من العائد عليها (الفائدة).

- **القبول المصرفي:** هو أداة مالية من أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية . وهي تستخدم أداة للاقتراض، كما تستخدم أداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية؛ لتمكين المستوردين من شراء البضائع التي يحتاجونها من الخارج بالأجل . ويتمثل القبول المصرفي في توقيع أحد المصارف بالقبول، على كمبيالة مسحوبة عليه بدفع مبلغ معين من المال، من قبل مستورد أو مصدر، أو راغب في الاقتراض، وذلك عن طريق ختم الكمبيالة بكلمة مقبول . ولذا فإنه يمكن تعريف القبول المصرفي بأنه: تعهد من قبل مصرف ما بدفع قيمة كمبيالة مسحوبة عليه، عن طريق ختمها بكلمة مقبول.

ويتضمن الاتفاق الذي بموجبه يوقع المصرف على الكمبيالة بالقبول أن يقوم العميل الذي تم التوقيع بناء على طلبه بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف، قبل تاريخ الاستحقاق، حتى يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة . ومع ذلك فإن المصرف ملزم بموجب تعهده المتمثل في توقيعه بالقبول أن يدفع قيمة الكمبيالة لحاملها في تاريخ الاستحقاق، ولو لم يتم عميله بدفعها إليه .

- **الأوراق التجارية:** هي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل تصدر عن بعض الشركات التي تتمتع بمراكز ائتمانية عالية، وعادة ما تحصل هذه الشركات على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك تقوم بمقتضاه هذه الأخيرة بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق وهو ما قد يعد تقوية لمركز تلك الأوراق، والهدف من إصدار هذه الأوراق هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط التجاري مثل شراء المخزون ويمكن استخدام هذه الكمبيالات كمصدر تمويلي مؤقت.

## ثالثاً: الأسواق المشتقة

## 1- تعريف المشتقات المالية:

تعرف المشتقات على أنها هي الأدوات أو أصول المالية التي تقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد<sup>1</sup> عند بداية الاتفاق<sup>1</sup>.

وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية مثل الأسهم والسندات وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات وتشمل المشتقات ، عقود المستقبلية والاختيارية والمبادلات<sup>2</sup>.

إن عمليات المشتقات المالية قد تطورت بصورة كبيرة في الأسواق المالية المتقدمة وقد استقرت في السنوات الأخيرة نظراً للتقلبات الواسعة التي حدثت في الأسواق المالية ' ولما توفره تلك العمليات من أدوات لتغطية المقترضين والمقرضين على السواء من مخاطر تقلبات العائد وأسعار الصرف في عالم يسوده قدر كبير من عوامل عدم التيقن.

## 2- أنواع المشتقات المالية:

## أ. العقود المستقبلية:

تعرف على أنها التزام نمطي إما لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل ويتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المنفق عليه في المستقبل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Christian descamps , Jacques saichet , **Gestion Financier international** , Litec ,1995, P. 45

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص.6

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص.97

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بالغرفة المقاصة.
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة.
- إن بورصة شيكاغو هي أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها.
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية . ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك .
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق .
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل و الميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية .
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

#### ب. عقود الخيارات:

تسمى هذه العقود حقوق أو عقود اختيار نظرا لأنها تعطي مشتري العقد الحق وليس التزام كما هو حال في العقود المستقبلية في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافئة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> إبراهيم سلطان وآخرون ، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 ، ص.347.

و تتميز عقود الاختيار بعدة خصائص هي :

- إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ .
- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق.
- إن حقوق الاختيار قابلة للتداول كأى عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب واللدان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد
- لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة .
- إن للعقود الاختيارية شروط منطقية تختلف عن العقود الأخرى .
- يتم تداول العقود الاختيارية في الأسواق المنظمة.

### ج. عقود المبادلة:

يمكن تعريف عقود مبادلة "بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية ، نصف سنوية... ) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار ، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية كما يضاف أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ وذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ<sup>1</sup>.

وهي عقود تمكن طرفين من التبادل في وقت معين لتدفقات نقدية لأصل ما أو لدين أو مبلغ معين من العملات وذلك خلال المدة المتفق عليها والتي قد تكون من سنتين حتى 15 سنة وهناك نوعان أساسيان هما ، عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات.

<sup>1</sup> المرجع سابق، ص. 401.

وتتميز عقود المبادلات بعدة خصائص أهمها:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية الافتراضية.
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود إلى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل.
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية.
- عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بانتئمان الرهون إلى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح بتعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

#### د. العقود الآجلة:

العقد الآجل هو عقد يلتزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود. وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين

و تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية :

- عقود شخصية تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين
- ليست نمطية حيث يتم الاتفاق على شروطها
- عقود نهائية فبمجرد التوقيع عليها لا يمكن إلغاؤها أو تعديلها
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية أي ليس لديها سوق ثانوي

- 
- تصعب المضاربة بهذه العقود لان الغرض هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار و اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الربح ، أي لا غرض لهم من السلعة محل التعامل
  - يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ و ليس قبله.
  - ليس ضروريا أن يتم تسليم الموجود محل التعاقد .

## المبحث الثاني: ماهية السوق المالية الإسلامية

في الوقت الذي تشكل فيه السوق المالية التقليدية أساساً لتحريك عجلة النمو الاقتصادي، إلا أن واقع هذه السوق اليوم، يفرض على العالم ضرورة إصلاحها وتحويلها إلى سوق مالية إسلامية من خلال إنشاء سوق مالية متكاملة معتمدة على قيم وتشريع الاقتصاد الإسلامي.

إن سوق المال الإسلامي بما يمكن أن تتضمنه من أدوات إسلامية سوف تسهم في تطوير نوعية العمل المصرفي الإسلامي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.

### المطلب الأول: مفهوم وأهمية السوق المالية الإسلامية

#### أولاً: مفهوم السوق المالية الإسلامية

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

ومن المعلوم أن تحقق المعنى الضيق يرتبط بتحقيق المعنى الواسع، فلن توجد أسواق أوراق مالية إسلامية ما لم توجد أوراق مالية إسلامية ولن توجد هذه الأوراق ما لم توجد مؤسسات مالية إسلامية تصدرها وبنك مركزي إسلامي أو جهاز مركزي إسلامي يمنح ترخيصاً بإصدارها، وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية، ولكي تكون السوق المالية إسلامية فينبغي أن تخضع هذه المؤسسات والبنوك للضوابط الشرعية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، ص.3.

كما تعرف السوق المالية الإسلامية على أنها ذلك الإطار أو المجال الشرعي الذي يتم فيه إصدار الأدوات المالية المتوافقة والشريعة الإسلامية من طرف أصحاب العجز ثم اقتنائها وتداولها عبر قنوات إيصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة من طرف الهيئة الشرعية للسوق وذلك من أجل تشجيع الأموال في إطار شرعي<sup>1</sup>.

ومن التعاريف السابقة يمكننا تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية التي تحيزها الشريعة الإسلامية وهذا تحت رقابة هيئة شرعية.

### ثانياً: أهمية السوق المالية الإسلامية

تكمن أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يلي:

1. تعد السوق المالية الإسلامية عموماً، وبورصة الأوراق المالية الإسلامية خاصة فرصة هامة لكل مستثمر مسلم، تحقق له أهداف التحوط والتنويع، حيث يتمكن من تقليل خسائره، ومخاطره، وزيادة عائداته، وذلك بتنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأكثر نجاحاً ومشروعية .
2. تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال، وتمويل المشروعات المنتجة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي عن طريق زيادة الإنتاج الفعال في المجتمع .
3. إن إقامة سوق مالية إسلامية يعتبر أكثر من ضرورة لتطوير العمل المصرفي الإسلامي، ومدته بالظروف الملائمة لمنافسة النظام المصرفي التقليدي، بما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة، وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية.
4. تنمية العادات الادخارية للأفراد وذلك بتشجيعهم على استثمار الفائض من الدخل في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً ومشروعاً، وتتيح لهم سهولة بيع الأدوات المالية، وهذا ما يوفر لهذه المدخرات درجة عالية من السيولة.
5. جذب الاستثمارات والمدخرات المحلية والأجنبية وإعادة توطين الأموال المهاجرة إلى الغرب، حيث تشير الأرقام إلى تناقضات صارخة و اختلالات رهيبية في هذا المجال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>بشر موفق، تعريف سوق الأوراق المالية، منتديات موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، الموقع الإلكتروني:

<http://www.iefpedia.com/vb/showthread.php> تم الإطلاع يوم 20/03/2020 الساعة 10.20 .

<sup>2</sup> سليمان ناصر ، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للإقتصاد الإسلامي، العدد 21، 2003، جامعة الأزهر، مصر، ص.66.

6. تتجلى أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد، حيث أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية<sup>1</sup>.
7. تعد آلية استثمارية لإدارة الفائض نحو تشغيل الأصول المالية، وللمؤسسات المالية الإسلامية، ولاحتضان الأدوات المالية الإسلامية.

### المطلب الثاني: مبادئ ومقومات الأسواق المالية الإسلامية

#### أولاً: مبادئ السوق المالية الإسلامية:

من المبادئ الأساسية والتي لا يمكن لأي سوق إسلامية أن تستغني عنها:

1. الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية : بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة ، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية ، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية ، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق ( العرض والطلب ) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة .
2. الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي : في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الربح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم و هذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق ، لكن السوق الإسلامية هي سوق خالية من المضاربة غير المشروعة، حيث لا توجد فيها مثل هذه المضاربات لان الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيوع و الايجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار .
3. المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية : إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية ، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي ، حيث انه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

<sup>2</sup>مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 74 (8/5) بشأن تطبيقات شرعية لإقامة السوق المالية الإسلامية، من موقعه:

www.fiqhacademy.org.s، تم الإطلاع بتاريخ 2020/08/14 الساعة 11:20.

ومن هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية.<sup>1</sup>

### ثانياً: مقومات إقامة الأسواق المالية الإسلامية ومتطلباتها.

بالرغم من أن أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية نشأت اعتماداً على المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضيقة في حجم معاملاتها، ومؤسساتها<sup>2</sup>، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالي إسلامي، نذكر منها ما يلي:<sup>3</sup>

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

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:<sup>4</sup>

1. إعادة صياغة القوانين التي تحكم أسواق الأوراق المالية القائمة في البلاد الإسلامية لتتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.
2. إصدار أوراق مالية جديدة كبديل للأوراق المالية الحالية والتي تبين أنها مخالفة للشريعة الإسلامية، وفي الفقه الإسلامي متسع لذلك.

<sup>1</sup> محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005، ص. 139-140

<sup>2</sup> أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، جدة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995، ص 57.

<sup>3</sup> حسين حسن شحاتة، " المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية "، الاقتصاد الإسلامي، الصادرة عن بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، يونيو 1999، ص 14.

<sup>4</sup> حسين حسن شحاتة، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة، 2001، ص. 101.

- 
3. وضع ميثاق لقيم المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الإسلامية يتضمن الدوافع والزواجر (الثواب والعقاب)، حتى يمكن ضمان عدم انحرافهم عن شرع الله.
  4. وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق الأوراق المالية الموجودة لديهم.
  5. التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية "مصارف إسلامية، شركات استثمار إسلامية، صناديق استثمار إسلامية، شركات سمسة إسلامية..." لدعم التعامل في أسواق الأوراق المالية الإسلامية.

### المبحث الثالث: شروط إنشاء السوق المالية الإسلامية وضوابطها الشرعية والقانونية

نحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على شروط إنشاء سوق مالي إسلامي ومختلف ضوابطه الشرعية والقانونية التي تلعب دورا كبيرا في تحسين أداءه وتكسبه قدرة تنافسية عالية في مواجهة التحدي الذي تفرضه الأسواق المالية المعاصرة.

#### المطلب الأول: شروط إنشاء سوق مالية إسلامية.

هناك مجموعة من الشروط التي تضبط العمل في السوق المالية من أجل تحقيق أهداف الأسواق المالية الإسلامية منها:

1. أن تكون الشريعة الإسلامية مصدر القوانين و اللوائح التنظيمية التي تنظم و تدير نشاط الأسواق الثانوية و تراقبها و تفرض الأحكام التأديبية اللازمة مع الاستفادة ببعض القوانين واللوائح المنظمة لبعض الدول إذا تم التأكد من عدم تعارضها مع قواعد الشريعة الإسلامية.
2. الالتزام بمبدأ حرية الدخول إلى السوق وحرية المعاملات فيها وهو مبدأ إسلامي قديم معروف بالنسبة لأسواق السلع، وعلى ذلك لا يصح فرض أية قيود تمنع حق ممارسة أعمال السمسة أو البيع أو الشراء في السوق لأن هذا المبدأ يمنع قيام الاحتكارات والتكتلات وهو ما يؤدي إلى قيام المنافسة الحرة التي تعمل على إزالة الفجوة بين أسعار التبادل و القيم الحقيقية للأوراق المالية.
3. منع تداول أية أوراق مالية إلا بعد التأكد من خلوها من الربا و أنها لا تستخدم في تمويل مشروعات محرمة أو ضارة بالمسلمين و الناس.
4. وجود قواعد و لوائح تنظيمية كفيلة بتحقيق سلامة معاملات التداول المالي من الجهالة و الغش و الغبن و الغدر و حماية السوق من المضاربة السعرية غير الشرعية.
5. شيوع الصدق و الشفافية و الأمانة في المعاملات المالية، وتقديم البيانات و المعلومات الصحيحة حول العقود و الصفقات و ظروف المختلفة للسوق المالي.
6. منع التعامل الصوري و المضاربة على ارتفاع الأسعار وكذلك منع البيع الائتماني.

إن التصور الإسلامي لأسواق رأس المال بهذه الشروط السابقة يحول دون استقادة أي طرف متعامل من المعلومات بشكل لا يتيسر لغيره، و يمنع الاحتكار و الغش و الخداع و يحصر التعاملات في المبادلات الحقيقية المنتجة و تنحاز إلى السلوك الرشيد ضد المضاربة ، فهو يهدف لأن يجعل الأسواق المالية عامل استقرار و أداة تنمية و وسيلة لتجميع المدخرات و تمويل المشاريع لا أن يكون السبب وراء عدم استقرار النشاط الاقتصادي و إحداث الانهيارات و الأزمات المالية.

والواقع أن المؤسسات الإسلامية ليست مطالبة ، شأنها شأن المؤسسات التقليدية ، بأن تتوخى الحيطة فيما يتعلق بمعايير الاستثمار بل إنها يجب عليها أن تتأكد أيضاً من عدم الإخلال في أي وقت من الأوقات بتعهداتها بالالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، ولذا كان من الضروري القيام بمتابعة مستمرة لضمان الالتزام التام بالشريعة وتحمل مسؤولياتها في هذا الصدد ومن هنا تخضع المؤسسات المالية الإسلامية لمراجعة إضافية من جانب هيئة الرقابة الشرعية فضلاً عن المراجعة العادية من جانب مراقبي الحسابات الخارجيين.

### المطلب الثاني: الضوابط الشرعية والقانونية للسوق المالية الإسلامية.

يجب أن تخضع أعمال الأسواق المالية الإسلامية لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية حتى تأتي عملياتها وفق أحكام الشرع الحنيف، ويمكن تقسيم تلك الضوابط إلى قسمين:

#### أولاً: الضوابط الشرعية

من أهم الضوابط الشرعية التي يجب أن تحكم السوق المالية الإسلامية:

- 1- أن تكون لها هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية .
- 2- أن يكون لها جهاز تدقيق شرعي داخلي مهمته متابعة ومطابقة الأعمال والتعاملات الجارية مطابقتها للوائح المنصوص عليها في قانون التأسيس .
- 3- يجب أن لا تقدم أساليب تمويل أو استثمار إلا في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل: الإجارة المنتهية بالتملك، والصكوك الإسلامية، والمرابحة للأمر بالشراء، والتعامل بالاستصناع...إلخ.

#### ثانياً: الضوابط القانونية

من أهم الضوابط القانونية التي يجب أن تحكم السوق المالية الإسلامية ما يلي:

1. أخذ الترخيص القانوني من البنك المركزي في نفس البلد .
2. أن تكون لها هيئة رقابة قانونية .
3. يجب قانوناً أن تحصل السوق المالية الإسلامية على موافقة المصرف المركزي على كل المنتجات المالية والأدوات التي تستخدمها في مجال التمويل أو في مجال التداول والاستثمار ، وأن تسعى جاهدة لشرح أحكام هذه الأدوات وتوضيح أهميتها في مجال التمويل والاستثمار حتى تحصل

---

على إجازتها والترخيص بمزاولتها ن خاصة أن بعض المصارف المركزية في الدول العربية والإسلامية غير محيطة بأعراف وأساليب التمويل والاستثمار الإسلامية ، ومنها أحكام السوق المالية الإسلامية وعملياتها وتعاملاتها .

4. أن تكون على اتصال دائم بالبنك المركزي التابعة له حتى يبقى على علم بكل التطورات الحاصلة وحتى لا تتجاوز الصلاحيات والحدود الممنوحة لها قانونا .

## خلاصة الفصل الأول:

قمنا من خلال هذا الفصل بالتعرض للإطار النظري للسوق المالية وسوق المال الإسلامي وتوصلنا للنتائج التالية:

- يتم التعامل في السوق المالية في الأموال عرضا وطلباً، سواء تم ذلك في أماكن محددة كما في بورصات الأوراق المالية، أو تم بواسطة وسائل الاتصال المختلفة.
- تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في تحقيق التخصيص الأمثل لموارد المجتمع وتحديد أسعار الأصول، توفير السيولة، تخفيض تكاليف العمليات.
- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، كالأسهم والسندات، وهي ما تعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع، وهي ما تعرف بسوق النقد.
- السوق المالية الإسلامية هي السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية التي تجيزها الشريعة الإسلامية وهذا تحت رقابة هيئة شرعية ومن أهم هذه الأدوات الصكوك الإسلامية.
- تتجلى أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد، حيث أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية.
- يجب أن تخضع أعمال الأسواق المالية الإسلامية لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية حتى تأتي عملياتها وفق أحكام الشرع الحنيف.

## الفصل الثاني: ماهية الصكوك الإسلامية، أنواعها ودورها في تطوير السوق المالية

**تمهيد:**

تتطلب عملية النمو والتنمية في أي دولة توفير رؤوس أموال كافية لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، وعلى الرغم من وجود أدوات تمويلية تقليدية مثل السندات والأسهم، إلا أنها غير كافية لتمويل الاستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل ومشاريع البنية التحتية، فكان من الضروري البحث عن أدوات تمويلية أخرى تساعد في التمويل، فكانت الصكوك الإسلامية من أفضل الوسائل التمويلية والتي لاقت انتشاراً في كثير من دول العالم.

ونسعى من خلال هذا الفصل التعرف على مفهوم الصكوك الإسلامية، أنواعها ودورها في تطوير الأسواق المالية من خلال التعرض للمباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية.

المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية، أهميتها ودورها في تطوير السوق المالية.

المبحث الثالث: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية.

## المبحث الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

لقد حظيت الصكوك الإسلامية بأهمية كبيرة من قبل مختلف المستثمرين في معظم أنحاء العالم، نظرا لما تنفرد به من خصائص ومزايا عديدة تميّزها عن مختلف الأدوات المالية الأخرى، بالإضافة إلى أنواعها الكثيرة والعديدة.

ونتعرض من خلال هذا المبحث لماهية الصكوك الإسلامية من خلال الوقوف على مفهومها، خصائصها والفرق بينها وباقي الأوراق المالية

### المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصها

#### أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية

الصكوك لغة جمع صك أي سند ويعنى به وثيقة بمال أو نحوه، والسند والصك والورقة المالية كلها واحد في الاستعمال.

أما اصطلاحاً: كلمة التصكيك والتوريق والتسنيذ تستعمل كمفردات لمسمى واحد إلا أن مصطلح الصكوك يستخدم ليعني الأوراق المالية الخاصة بالاستثمار الإسلامي الذي ينسجم مع أصول الشريعة الغراء أما التوريق والتسنيذ فتستخدم للأوراق المالية الخاصة بالاستثمار التقليدي<sup>1</sup>.

وقد عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله"<sup>2</sup>.

ويقصد بالأعيان في هذا التعريف الأصول الحقيقية والتي تشمل: الأصول غير المتداولة وتشمل الموجودات العينية إما في شكل عقارات (أراضي ومباني...إلخ) أو منقولات (السيارات، الأثاث...إلخ)، والأصول المتداولة غير المالية والمتمثلة في عروض التجارة أي العروض المعدة للبيع سواء منتجات زراعية أو صناعية أو تجارية...إلخ، أما المنافع فيقصد بها الفوائد العرضية التي تستفاد من الأعيان بطريق استعمالها، أي أنها تكتسب من الأعيان بواسطة استعمالها وهي الهدف من ملكية الأعيان غير أن ملك المنفعة قد يكون مستقلاً ومنفصلاً عن ملك مصادرها من الأعيان، فيملك منفعة العين من لا يملك

<sup>1</sup> عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقييم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 ماي 2010.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، "صكوك الاستثمار"، البحرين، 2010، ص 238.

العين وعندئذ يكون له ملك المنفعة دون ملك العين ، فمن ملك بيتا فقد ملك عينها ومنفعتها ومن استأجر بيتا ملك منفعة سكنها، ومن استأجر عاملا لعمل معين ملك عمله الذي حدد في عقد الإجارة<sup>1</sup>.

### ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

يمكن توضيح الخصائص العامة للصكوك الإسلامية على الوجه التالي:<sup>2</sup>

- الصكوك عبارة عن وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها في الموجودات الصادرة بموجبها.
- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها
- تمثل الصكوك حصص ملكية شائعة في موجودات قائمة أو يتعين إيجادها أو منافع ولا تمثل ديناً علي مصدرها .
- الصك الاستثماري الإسلامي يعطي حامله حصة من الربح إن وجدت
- الصك الاستثماري الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الاستثمار كاملة.
- الصك الاستثماري الإسلامي يخصص حصيلة الاكتتاب فيه للاستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وعادة يتم تحديدها مسبقاً.
- استناد الصك على عقد شرعي يؤطر العلاقة بين أطراف عملية التصكيك .
- انتقاء ضمان المدير (المضارب أو الوكيل أو الشريك).

<sup>1</sup> يوسف عبد الله الشيبلي، إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود والديون وضوابطها الشرعية، ندوة

الصكوك الإسلامية ( عرض وتقييم )، مرجع سابق، ص. ص. 93، 92.

<sup>2</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية، منتدى الصيرفة الإسلامية ، بيروت. 2008.

المطلب الثاني: مقارنة بين الصكوك وغيرها من الأوراق المالية:<sup>1</sup>

## أولاً: مقارنة بين الصك الإسلامي والسهم

## 1- أوجه التشابه:

بمقارنة خصائص الصكوك الإسلامية بالأسهم نجد أن الصكوك الإسلامية تشترك مع الأسهم في الشركات المساهمة في الأمور التالية:

- يمثل كل من السهم والصك حصة شائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع، وهذه الأصول تشتمل غالباً على الأعيان والمنافع والحقوق، ثم فيما تقول إليه هذه الأصول من نقود أو ديون. والشرط في صحة تداول كل من الصك والسهم ألا تكون النقود وحدها، أو الديون وحدها، أو هما معاً يمثلان غالب أصول المشروع أو الشركة، فإن كانت كذلك، خضع تداول السهم والصك لأحكام التصرف في الديون والنقود في الشريعة الإسلامية.
- يستحق مالك السهم والصك حصة في صافي ربح الشركة أو المشروع، تتناسب مع قيمة الأسهم التي يملكها في الشركة، أو الصك الذي يملكه في المشروع إلى رأس مال الشركة أو المشروع.
- يقوم كل من السهم والصك مقام الحصة الشائعة في صافي أصول الشركة أو المشروع في التسليم والقبض والحيابة وهي أمور تلزم لصحة التصرف.

## 2- أوجه الاختلاف:

تختلف الصكوك عن الأسهم فيما يلي:

- أن مالكي الأسهم يشتركون في إدارة الشركة عن طريق انتخاب مجلس الإدارة من بينهم، أما مالكو الصكوك فإنهم لا يشاركون في إدارة المشاريع بطريقة مباشرة، فهم لا ينتخبون مجلس إدارة للمشروع، وليس لهم هيئة عامة تشترك في إدارة المشروع، والشريعة الإسلامية ترى أن هذه الصورة من صور الاستثمار تعتمد على أن رب المال لا يشارك في اتخاذ القرار الاستثماري، ولا يتدخل في إدارة المشروع، وله فقط أن يختار المدير الذي يجمع بين الأمانة والخبرة.
- تختلف الصكوك عن الأسهم أيضاً في أن الأسهم مشاركة دائمة في الشركة، تبقى مدى حياة الشركة، وإن انتقلت ملكيتها من شخص لآخر، لأنها تمثل رأسمال الشركة المصدرة، فهي إذن غير قابلة للرد من قبل الشركة، في حين أن الصكوك ليست بالضرورة مشاركة دائمة في المشروع، فقد يكون إصدار الصكوك لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقصة أو الإجارة المنتهية بالتملك، بحيث تقول ملكية المشروع إلى الطرف الآخر على مراحل زمنية معينة.

<sup>1</sup> محمد فؤاد أحمد محسن ، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، ورقة عمل مقدمة إلى الدورة التاسعة عشرة 2009، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، ص. 17، 18.

## ثانياً: مقارنة بين الصك الإسلامي والسند

تختلف الصكوك عن السندات بما يلي:

1. إن الصك الإسلامي كالسهم يمثل حصة في ملكية أصول مشروع أو نشاط استثماري خاص، فحق صاحب الصك أو السهم هو حق عيني يتعلق بأصول المشروع أو الشركة، في حين أن السند يمثل ديناً في ذمة الشركة التي تصدره ولا يتعلق بأصول عينية.
2. حامل السند لا يتأثر بنتيجة أعمال الشركة، ولا بمركزها المالي بطريقة مباشرة، لأن مالكة يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه، مضافاً إليها الفوائد المحددة سلفاً، بخلاف الصك الذي يتأثر بنتيجة أعمال المشروع، ويشارك في تحمل المخاطر، فله الغنم الذي يحققه المشروع، وعليه الغرم الذي يتعرض له، فالصك يشارك في الأرباح المتحققة، ويتحمل الخسارة التي قد يتعرض لها المشروع، وقد ظهر نوع من السندات لا يستحق حامله فائدة محددة مسبقاً، بل يشارك في أرباح الشركة التي أصدرته، وتسمى سندات مشاركة في الأرباح، وهذه قد تتحول إلى أسهم في أوقات لاحقة، على أن هذا النوع من السندات يبقى مساهمة مؤقتة في الشركة، لأن الشركة تدفع قيمة هذه السندات في مواعيد استحقاقها، ما لم تتحول إلى أسهم، فهي تمثل مشاركة متناقصة، غير أن الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات لا تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في استثماراتها.
3. تعد السندات المدعمة بأصول أوراق مالية قرضاً في ذمة المصدر موثقاً برهن وضمنان هو الأصول، وعليه فحق حامل السند متعلق بذمة المصدر، والأصول هي الضمان والرهن، بينما حق حامل الصك مقتصر على الأصول التي تمثلها الصكوك فحسب.

## المبحث الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية، أهميتها ودورها في تطوير السوق المالية

تتعدد الصكوك الإسلامية باختلاف آليات إصدارها التي تتم وفق صيغ التمويل الإسلامية للصكوك الإسلامية أنواع عديدة منها صكوك المشاركة والمضاربة والاستصناع والمزارعة والمغارسة والمرابحة والسلم والإجارة وغيرها من الأنواع الأخرى.

وتعد الصكوك الإسلامية من أهم البدائل للاقتصاد الربوي حيث يمكنها المساهمة في تحقيق تنمية اقتصادية وذلك عن طريق الاستثمار الذي ينتج عنه زيادة الطاقة الإنتاجية الفعلية للبلد وذلك لقدرتها علي حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات الاستثمارية الكبرى ، كما أن الصكوك الإسلامية تكون قادرة علي تحقيق التوزيع العادل للثروة فهي وسيلة لتحقيق عدالة توزيع الأرباح والخسائر، كما تعتبر من أهم الأدوات المالية الإسلامية التي لها دور كبير في تفعيل وتطوير الأسواق المالية.

### المطلب الأول : أنواع الصكوك الإسلامية

تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك ومن أهم أنواع الصكوك ما يلي:

#### أولاً: صكوك المضاربة (القراض)

وهي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض ( المضارب ) وذلك بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة، وما يتحول إليهم بنسبة ملكية كل منهم فيه<sup>1</sup>

و قد حدد مجمع الفقه الإسلامي شروط الواجب توفرها ما يلي:<sup>2</sup>

- أن يمثل الصك ملكية شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه وتمويله، وتستثمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته، ويترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه؛

<sup>1</sup> محمد علي جمعه وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: المضاربة، المجلد الثاني، دار السلام، مصر، 2009، ص322 .

<sup>2</sup> عمر عيو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف العدد 18 ، جوان 2017 ، ص52.

- يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس شروط التعاقد التي تحددها نشرة الإصدار، وأن الإيجاب يعبر عنه بالاكنتاب في هذه الصكوك، وإن القبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولا بد من أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض ( المضاربة ) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الأرباح؛

- أن تكون صكوك المضاربة قابلة للتداول بعد انتهاء الفترة المحددة للاكنتاب مع مراعاة الضوابط الشرعية؛

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص ضمان عامل المضاربة لرأس المال أو الربح المقطوع؛

- لا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار ولا صك المضاربة على نص يلزم بالبيع، وإنما وعداً بالبيع ولا يتم إلا بعقد القيمة المقدرة من الخبراء وبرضا من الطرفين؛

- إعداد حساب أرباح وخسائر للمشروع، ويكون معاناً وتحت تصرف حملة الصكوك.

وانبثق عن هذه الصكوك عدة أنواع منها:<sup>1</sup>

**1- صكوك المضاربة المطلقة الإسلامية:** وهي صكوك تصدرها الشركة التي ترغب في الحصول على الأموال لاستثمارها، وتعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في الحصول على نسبة شائعة من الأرباح الناتجة عن الاستثمارات المختلفة للشركة طبقاً لقاعدة الصندوق العام للتمويل والاستثمار؛

**2- صكوك المضاربة المقيدة الإسلامية:** الاختلاف بين صكوك المضاربة المطلقة وصكوك المضاربة المقيدة في أن متحصلات صكوك المضاربة المطلقة تستخدم كافة المجالات أو الأنشطة التي تعتقد الشركة إنها ضرورية، أما متحصلات صكوك المضاربة المقيدة فهي تستخدم لتمويل مشروع أو نشاط محدد، ومن ثم فإن المستثمر في هذه الحالة يكون له حق اختيار المشروع أو النشاط الذي يتم فيه استخدام أمواله في حين أن المستثمر، وفي المضاربة المطلقة لا يتمتع بهذا الحق، ومن ثم فإن صكوك المضاربة المقيدة تقوم على فكرة الربط بين المصدر التمويلي ومجال الاستخدام والعائد المتوقع ودوريتها؛

وعليه يمكن لصكوك المضاربة المقيدة التي تنقسم إلى نوعين:

<sup>1</sup> قتيبة عبد الرحمن العاني، "صكوك المضاربة الإسلامية، التخرج الفقهي والتصور الفني"، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 8-6 مارس 2007، ص. ص. 28، 29.

أ. **صكوك المضاربة المقيدة بمشروع معين** : وهي صكوك تعطى لمالكها الحق في المشاركة في تأسيس أو تمويل مشروع معين أو عملية معينة والمشاركة في العائد المتولد عنه، وتحمل النتائج إيجابا وسلبا؛

ب. **صكوك المضاربة المقيدة بمجال معين**: تعطى الحق لمالكها في المشاركة في العائد المتولد من تشغيل الأموال في نشاط معين، كنشاط المقاولات أو نشاط الثروة الحيوانية، وتستخدم حصيلة هذه الصكوك في أوجه التوظيف المختلفة داخل مجال النشاط المعين الذي تقوم به الشركة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وهي المضاربة ، المشاركة والمرابحة.

3- **صكوك التمويل القابلة للاستهلاك** :وهي أوراق مالية قابلة للاستهلاك أو السداد التدريجي حسب برنامج زمني محدد مسبقا بنشره في نشرة الإصدار؛

4- **صكوك التمويل القابلة للتحويل إلى أسهم** :وهي أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم بعد فترة بموافقة صاحبها، ومن ثم يتحول صاحب هذا الصك من مشارك مؤقت للشركة في عوائد استثماراتها إلى مساهم أو شريك؛

5- **صكوك صناديق التمويل المتخصصة** : وتقوم فكرة صناديق التمويل المتخصصة على أساس استقطاب أموال من شرائح المجتمع المختلفة، وتقديم مجالات للاستثمار تتم بمرونة وسرعة التسييل.

### ثانيا: صكوك المشاركة

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية صكوك المشاركة في معيارها الشرعي رقم 17، بأنها وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك مشروع قائم يرغب في تطويره بحصيلة هذه الصكوك، أو يرغب في استثمار هذه الحصيلة في إقامة مشروع جديد على أساس عقد مضاربة شرعية، أو تصدرها مؤسسة مالية وسيطة بالنيابة عنه، ويكتتب الراغبون في المشاركة في هذا المشروع في هذه الصكوك باعتبارهم مشاركون فيه، وتعد حصيلة الصكوك وحدها أو مع موجودات مالك المشروع القائم على رأس مال المشروع، وتحدد نشرة إصدار صكوك المشاركة رأس مال المشاركة، ونوع النشاط وطبيعة المشروع موضوع المشاركة، وطريقة إدارة مشروع وأرباحه المتوقعة وطريقة توزيع هذه الأرباح، أما الخسارة في المشاركة فهي على قدر حصص الشركاء<sup>1</sup>.

ويملك حملة الصكوك موجودات الشركة بربحها وخسارتها، كما تتحدد آجال صكوك المشاركة بالمدة المحددة للمشروع محل عقد المشاركة.

<sup>1</sup>هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 239.

وهناك نوعين من صكوك المشاركة هي صكوك المشاركة المستمرة وصكوك المشاركة المؤقتة:<sup>1</sup>

1- **صكوك المشاركة المستمرة** : هي مثل الأسهم يكون أجل الصكوك مستمرة في العمل والمكنتبون في الصكوك يشاركون الجهة المصدرة للصكوك طوال المشروع.

2- **صكوك المشاركة المؤقتة**: وتمثل هذه الصكوك مشروعا يكون محدداً بمدة زمنية معينة، ويمكن استرداد القيمة الاسمية لهذه الصكوك بالتدريج، حيث يحصلون حملة الصكوك على جزء من القيمة الاسمية للصكوك في فترات توزيع الأرباح حتى يستردوا كامل القيمة الاسمية بالإضافة إلى الأرباح، وبذلك يكون الصك قد أطفأ أو بتعيين زمن محدد : حيث يحصل حملة الصكوك على القيمة الاسمية والأرباح في تاريخ تصفية المشروع.

### ثالثا: صكوك المرابحة

تعرف بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، حيث يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما، ثم بيعها في الأسواق، والعائد على الصكوك يتمثل في الفارق بين سعر شراء السلعة وبيعها في الأسواق . و تقوم تلك الصكوك على مبدأ المرابحة، الذي ينتج دينا في ذمة مصدر الصك، وعندما يصبح للصك حكم الديون، فلا يجوز تداوله بأعلى أو أقل من قيمته، لأن الديون تقضى بأمثالها.

### رابعا: صكوك السلم

ترتكز فكرة السلم أساسا على عقد السلم، والسلم هو بيع شيء موصوف في الذمة إلى أجل معلوم بثمن معجل، وهي صكوك تمثل ملكية شائعة في رأس مال السلم لتمويل شراء سلع يتم استلامها في المستقبل ثم تسوق على العملاء، ويكون العائد على الصكوك هو الربح الناتج عن البيع، ولا يتم تداول هذه الصكوك إلا بعد أن يتحول رأس المال إلى سلع، وذلك بعد استلامها وقبل بيعها، وتمثل الصكوك حينها ملكية شائعة في هذه السلع.<sup>2</sup>

وتعرف حسب المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها؛ لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك، ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها حال استلامها مستقبلا وفقا لوقت ومواصفات متفق عليها، ويساعد تقديم التمويل بكامله للمنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية

<sup>1</sup> عمر عبو، مرجع سابق، ص54.

<sup>2</sup> محمد فؤاد أحمد محيسن، مرجع سابق، ص30.

وتوفير المنتج في جانب العرض، وتقليل السعر في جانب الطلب، فيسهم بذلك في توفير أسباب الرخاء الاقتصادي بزيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يُحقّق الربح للمشتري والبائع، وهناك ما يُسمّى بالسلم الموازي؛ وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المتفق عليه في اتفاقية السلم الأول.

#### خامساً: صكوك الإستصناع

وهي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحاملي الصكوك تعرف بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكاً لحاملي الصكوك<sup>1</sup>.

حيث يحصل الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما على قيمة الصكوك، ثم يباشر تصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حاملي الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع.

وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقاً لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها، ويمكن توليف صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلبات العمل والتمويل، وهي من الصيغ الأكثر تداولاً في عالم الصكوك.

وهناك ما يُسمّى بالاستصناع الموازي، وهو تعاقد المتعهد مع جهة ما لاستصناع سلعة لها، ثم يقوم المتعهد بالتعاقد مع جهة أخرى لتقوم تلك الجهة بتصنيع المنتج المطلوب له، ليقوم بتقديمه إلى طالب السلعة في الوقت المطلوب.

<sup>1</sup> كمال توفيق خطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص.33.

## سادسا: صكوك المزارعة، المغارسة و المساقاة:

صكوك المزارعة هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد<sup>1</sup>، وهذه الصكوك يصدرها مالك الأرض الزراعية أو وكيله بغرض تمويل تكاليف الزراعية بموجب عقد المزارعة ويتشارك حملة الصكوك في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المنصوص عليه في العقد.

وهناك صكوك أخرى لا تختلف كثيرا عن صكوك المزارعة وهي صكوك المغارسة وصكوك المساقاة، فصكوك المغارسة يُصدرها مالك الأرض أو وكيله لتمويل تكاليف الغرس بموجب عقد المغارسة، ويتشارك حملة الصكوك في الأشجار التي تم غرسها في الأرض التي تم الغرس عليها وفقا للعقد؛ حيث يُعد المكتتبون في صكوك المغارسة مغارسين يستحقون حصة في الأرض المغروسة بالشجر بعد إثماره حسب الاتفاق.

أما صكوك المساقاة فهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة<sup>2</sup>.

المصدر لهذه الصكوك هو صاحب الأرض (مالكها أو مالك منافعها) التي فيها الشجر، والمكتتبون فيها هم المساقون في عقد المساقاة، وحصيلة الاكتتاب هي تكاليف العناية بالشجر، وقد يكون المصدر هو المساق (صاحب العمل)، والمكتتبون هم أصحاب الأرض (المستثمرون الذين سقيت الأرض بحصيلة اكتتابهم) ويستحق حملة الصكوك الحصة المنفق عليها مما تنتجه الأشجار<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص.12.

<sup>2</sup> نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد

09، 2011، ص.257

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص.257.

## سابعاً: صكوك الإجارة

هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاء متماثلة مشاعة في ملكية أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة، أو تمثل عدداً متماثلاً من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، فهذه الصكوك تمثل أعيان معمرة أو ملكية خدمات مستقبلية<sup>1</sup>.

و تتعلق صكوك الإجارة بالأعيان والمنافع والخدمات المؤجرة، وقد عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها: "سندات ذات قيمة متساوية، تُمثّل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع ذات دخل. وتم تصنيفها إلى ثلاثة أنواع رئيسة هي:

## أ. صكوك ملكية الموجودات المؤجرة :

هي وثائق متساوية القيمة يُصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو يُصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك، ومقصود المعاملة هو بيع العين المؤجرة الموجودة فعلياً أو الموصوفة في الذمة والتي سيتم إنشاؤها بحصيلة الصكوك، عن طريق إصدار وطرح صكوك ليصبح حاملوها هم ملاك الأصل وكذلك المستفيدون من ريع تأجيرها، بقدر أنصبه الصكوك التي يحملها كل واحد في الأصل المؤجر.

## ب. صكوك ملكية المنافع الموجودة أو الموصوفة في الذمة:

تُعرّف صكوك ملكية المنافع الموجودة بأنها: صكوكٌ تحمل قيمة متساوية يُصدرها المالك لعين موجودة، أو يُصدرها معيد الاستئجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو وكيلهما، وذلك بغرض تمليك المنفعة - دون العين - لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك، فيحق لهم ريع الأصل، ويمكن أن يقوم مستأجر الأصل بموجب عقد الإيجار الأول بإصدار الصكوك خلال فترة الإيجار المحددة لإعادة التأجير من الباطن لحاملي الصكوك، طالما أن المالك لا يمانع من ذلك .

أما صكوك منافع الأعيان الموعودة (الموصوفة في الذمة)، فهذه الصكوك يُصدرها المالك أو المستأجر أو وكيلهما عن عين موصوفة في الذمة موعودة بإيجارها؛ وذلك بغرض تمليك المنفعة لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة صلاحية الصك.

<sup>1</sup> وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، صكوك الاستثمار الشرعية، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004، ص 914.

ويتم إصدار الصكوك للأصول غير المستأجرة - في لحظة إصدار الصكوك- باعتبار الوعد بإيجارها في وقت مستقبلي مشار إليه في العقد، ويكون ذلك بناءً على قاعدة "المسلمون عند شروطهم ما لم يحلل حراماً أو يحرم حلالاً"، وقياساً على السلم مع تقديم الثمن في التعاقد على موصوف في الذمة وعلى ظرف مستقبل من الزمان.

### ج. صكوك ملكية الخدمات الموجودة أو الموصوفة في الذمة:

هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها متعهد بتوفير أو بيع خدمات موجودة، أو موعودة (موصوفة في الذمة) ويتم بيع تلك الخدمات في شكل صكوك ليصبح حاملوها هم ملاك تلك الخدمات ويحصلون على عوائد بيعها في الأسواق. والمثال على ذلك هو توفير برامج تعليمية أو صحية في الجامعات أو المستشفيات، ويُسهم حملة الصكوك في تمويل البرامج التعليمية أو الصحية ومتطلباتها حتى تكون جاهزة لطالبيها من طلاب العلم أو المرضى، وتكون حصيداً يبيع تلك البرامج للمستفيدين منها هو الربح أو العائد لحملة الصكوك.

### المطلب الثاني: أهمية الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير الأسواق المالية

توفر الصكوك الإسلامية عدة مزايا للمتعاملين في حقلها وللاسواق المالية وللاقتصاد ككل :

#### أولاً: أهمية الصكوك الإسلامية

توفر الصكوك الإسلامية عدة مزايا للمتعاملين به ويمكن تقسيمها وفق الآتي<sup>1</sup>:

#### 1- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر الأصلي

- تساعد في المواءمة بين مصادر الأموال واستخداماتها بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين أجال الموارد واستخداماتها.
- تضاعف من قدرة المنشآت علي إنشاء الأموال اي تحريرها لتأمين السيولة اللازمة لتمويل احتياجاتها المختلفة ، بالإضافة لتنويع مصادر التمويل متعدد الأجال و المكملة للمصادر التقليدية وبالذات للمنشآت التي لا تستطيع الوصول مباشرة لسوق المال.
- تساعد عملية التصكيك في تحسين نسبة كفاية رأس المال لأنها عبارة عن عمليات خارج الميزانية
- يتيح التصكيك للمصارف وسائر المؤسسات المالية وغير المالية الأخرى إمكانية منح التمويل والتسهيلات ثم تحريكها واستبعادها من ميزانياتها العمومية خلال فترة قصيرة، وبالتالي فإنه يغنيها عن تكوين مخصصات للديون المشكوك في تحصيلها.

<sup>1</sup> فتح الرحمن علي محمد صالح، مرجع سابق، ص.ص. 11-13.

- يعتبر التصكيك وسيلة جيدة لإدارة المخاطر الائتمانية بالبنوك والمؤسسات المختلفة وذلك بسبب أن الأصل محل التصكيك مخاطره محددة بينما تكون المخاطر اكبر بالنسبة لنفس الأصل إذا كان موجودا ضمن خارطة أصول المنشأة كلها.
- تزيد من قدرة المنشأة علي زيادة نشاطها دون الحاجة إلى زيادة رأسمالها
- تساعد في تحسين ربحية المؤسسات المالية والشركات ومراكزها المالية، وذلك لان عمليات التصكيك تعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها كما أنه يؤدي إلى تحسين النسب المالية للمصدر.

## 2- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين:

- تتمثل أهمية الصكوك بالنسبة للمستثمرين في الجوانب الآتية:
- ينتج التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض المصرفي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة.
- تتميز الصكوك الإسلامية بأنها غير مرتبطة بالتصنيف الائتماني للمصدر، حيث تتمتع الأوراق المالية المصدرة بموجب عمليات التصكيك بصفة عامة بتصنيف ائتماني عالي نتيجة دعمها بتدفقات مالية محددة عبر هياكل داخلية معرفة بدقة بالإضافة للمساندة الخارجية بفعل خدمات التحسين الائتماني وهذا قد لا يتوفر للسندات المصدرة بواسطة مؤسسات الأعمال الأخرى ، بالإضافة إلى أن مبدأ البيع الفعلي للأصل من المنشأة إلى الشركة ذات الأغراض الخاص في هيكل عملية التصكيك، يتضمن أن المنشأة المصككة ليس لها الحق قانونيا في الرجوع لاستخدام التدفقات النقدية المتوقعة للأصل محل التصكيك.
- تعطي الصكوك الإسلامية عوائد اعلي مقارنة ببقية الاستثمارات المالية الأخرى ( الأوراق المالية الحكومية والسندات ذات الآجال المتقاربة ) .
- إمكانية التنبؤ بالتدفقات المالية للصكوك الإسلامية
- توفر عمليات التصكيك فرصا استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مربحة.

## 3- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

- تساعد الصكوك الإسلامية في نمو الناتج المحلي الإجمالي دون الحاجة إلى استثمارات إضافية
- تساعد عمليات التصكيك في تقليل درجة سيطرة الجهاز المصرفي كمزود وحيد للتمويل
- إن انتشار صناعة التصكيك من شأنه أن يوفر مساحة لقيام مؤسسات تزود هذه الصناعة بالمدخلات الأساسية لها وبالتالي تقوي بنيتها التحتية، من بين هذه المؤسسات ، قيام الشركات ذات الطبيعة الخاصة spv ، وكالات التصنيف، خدمات المحاسبة والمراجعة والرقابة الشرعية ، بالإضافة إلى خدمات بنوك الاستثمار وغيرها من الجهات ذات الصلة بنشاط التصكيك.
- مساهمة التغيرات الدولية الحاصلة في سوق التمويل بغرض إرضاء المستثمر المحلي بدلا عن انتقاله لاستهلاك هذه الخدمات في الخارج وتأثير ذلك على ميزان العمليات الراسمالية.
- إتاحة فرص هائلة لسداد العجز في موازنة الدولة بتوفيره لموارد حقيقية غير مؤثرة سلبا على المستوى العام للأسعار ، وبالتالي تمكينها من تمويل مشروعات التنمية الأساسية بصورة غير مكلفة.
- من شأن عمليات التصكيك أن تبرر تبني الدول لسياسات نقدية اقل تقييدا للائتمان بسبب حقيقة مصادر تمويلها ، وبالتالي فان السياسات التوسعية تعطي ثقة اكبر في مناخ الاستثمار بالبلاد.
- من شأن الاستخدام المكثف لعمليات التصكيك وضع أسس البنية التحتية لجعل الاقتصاد المعني ذو مركز مالي قوي وبأدوات أكثر جاذبية.

## ثانيا: دور الصكوك الإسلامية في تطوير الأسواق المالية

تتضح الأهمية الكبيرة والدور الفعّال للصكوك الإسلامية في تنشيط وتطوير الأسواق المالية من خلال العناصر التالية<sup>1</sup>:

1. إنّ ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، سيكون له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، وهو ما يُعدّ أمراً حيويًا لدفع النمو الاقتصادي وتنشيط الاقتصاد، حيث تتعدّد أنواع وأجال الصكوك، فيمكن إصدار صكوك على حسب القطاع الذي يُوجد فيه المشروع حيث يمكن استخدامها لتمويل المشاريع في مختلف القطاعات: الزراعية، الصناعية، العقارية...

<sup>1</sup> كتاف شفية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 14، 2014، ص.ص. 111-112.

2. تقدّم الأدوات الاستثمارية المعتمدة على الصكوك والتي يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية بدلاً قريباً للمعاملات المصرفية، فعندما تنتوّع الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وتتنظّم قواعد المعاملات بها، تصبح تلك الأدوات أكثر إغراء للمدخرين من ودائع المصارف، وتصبح مصدرًا أفضل لتمويل الاستثمار بالنسبة للمستثمرين؛
3. تُعدّ الصكوك الإسلامية إحدى الأدوات المهمّة والواعدة والبديل الشرعي للسندات التقليدية، ويمكن أن تساهم وبشكل كبير في تطوير عمل المصارف الإسلامية وتساعد في اندماجها في النظام المالي العالمي، من خلال تداول الصكوك والأوراق المالية الإسلامية في الأسواق المحلية والدولية؛
4. إنّ تبني خطط التنمية الاقتصادية يستدعي ضرورة العمل على التوسّع في إصدار الصكوك الإسلامية وخلق سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك، بما يساهم في تعظيم المدخرات وتوسيع دائرة الاستثمار؛
5. توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق، التي تشمل: صكوك الشركات والمؤسّسات، وصكوك المصارف الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوّع في أشكال هذه الصكوك.
6. توسيع قاعدة المؤسّسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً، وذلك إذا تمتّعت الصكوك بالتداول في السوق المالية؛
7. إنّ ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدّي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوّع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية مختلف الاحتياجات التمويلية والاستثمارية.

### المبحث الثالث: ضوابط إصدار الصكوك الإسلامية

تتشرك في إصدار الصكوك الإسلامية عدة أطراف تنظم العلاقة بينها مجموعة من الضوابط القانونية و الشرعية ، ونحاول من خلال هذا المبحث التعرض لأطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية وأهم المراحل التي تمر بها عملية طرحها، ثم مختلف الضوابط القانونية والشرعية لإصدارها.

#### المطلب الأول: أطراف وخطوات إصدار الصكوك الإسلامية

##### أولاً: أطراف عملية التصكيك

تتشرك في إصدار الصكوك الإسلامية الأطراف التالية:

1. **مصدر الصك (الجهة المستفيدة):** وهو من يستخدم حصيلة الاكتتاب بصيغة شرعية، ومصدر الصك قد يكون شركة أو فرداً أو حكومة أو مؤسسة مالية، وقد ينوب عن المصدر في تنظيم عملية الإصدار مؤسسة مالية ذات غرض خاص - (SPV (Special Purpose Vehicle) مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار<sup>1</sup>.
2. **وكيل الإصدار:** وهو مؤسسة مالية وسيطة تتولى عملية الإصدار، وتقوم باتخاذ جميع إجراءاته نيابة عن المصدر مقابل أجر أو عمولة تحددها نشرة الإصدار، وتكون العلاقة بين المصدر ووكيل الإصدار على أساس عقد الوكالة بأجر.
3. **مشتري الصك (مالكو الصكوك):** والذي قد يكون بنكا أو مؤسسة مالية محلية أو عالمية أو مجموعة من الأفراد، حيث قد يتمتع هؤلاء بمعدلات سيولة مرتفعة غير مستغلة، مما قد يشجعهم على الدخول في عمليات الاستثمار في شراء الصكوك؛ بهدف استغلال هذه السيولة الفائضة في عمليات تحقّق عوائد مرتفعة نسبياً مقارنة بالعائد على الفرص الاستثمارية المتاحة. وفي نفس الوقت إمكانية التخارج منها بسهولة؛ ببيعها في السوق إذا ما كانت تلك الصكوك ضمن الأنواع القابلة للصكوك.
4. **مدير الاستثمار:** وهو من يقوم بأعمال الاستثمار أو جزء منها، بتعيين من المصدر أو مدير الإصدار وفقاً لما تحدده نشرة الإصدار .

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، ماهية الصكوك الإسلامية : الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها، حلقة عمل بعنوان "الصكوك: طبيعتها وتطبيقاتها، مجلس دبي الاقتصادي، 31 مارس 2010، ص21.

5. أمين الاستثمار: هو المؤسسة المالية الوسيطة التي تتولى حماية مصالح حملة الصكوك والإشراف على مدير الإصدار، وتحفظ بالوثائق والضمانات، وذلك على أساس عقد الوكالة بالأجر الذي تحدده نشرة الإصدار.<sup>1</sup>

6. وكالات التصنيف العالمية: تقوم هذه الوكالات بدور أساسي في تصنيف الإصدارات المالية التي تطرح في أسواق رأس المال، وتحديد السعر العادل للأوراق المالية المصدرة، وأهم هذه الوكالات Moody's، Fitch، Standard & Poor، كما توجد في الوقت الحالي وكالات تصنيف إسلامية تُقدم إلى جانب ذلك خدمة تصنيف الجودة الشرعية، مثل: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف IIRA ومقرها البحرين، وكذلك الوكالة الماليزية للتصنيف RAM.

### ثانياً: مراحل طرح الصكوك الإسلامية

تمر عملية إصدار وطرح الصكوك بعدة مراحل نوجزها في ما يلي:<sup>2</sup>

#### 1- مرحلة الهيكلية:

تقوم أساساً بتكوين وعاء استثماري من الأصول المباحة، وقد تكون هذه الأصول مصنفة إئتمانياً أو غير مصنفة، ثم تحويل هذا الوعاء إلى وحدات أو سندات وطرحها للمستثمرين، وتقوم هذه الإصدارات على أساس المشاركة في الربح المتوقع للمشروع، ومن أشكالها: صكوك المضاربة، صكوك الإجارة، صكوك المشاركة، صكوك السلم وصكوك التنمية، والمستثمرون في هذه الإصدارات عبارة عن مساهمين برأسمال متغير يعامل من الناحية الشرعية والمحاسبية كجزء من رأس المال.

#### 2- مرحلة تجزئة الأصول

ولأن في هذه المرحلة يتم التمييز في التجزئة بين قيمة الإصدارات وتاريخ استحقاقها، يتم تكيف وعاء الإصدار من حيث قيمة الإصدار ومدته للتوافق من احتياجات مختلف المتعاملين الراغبين في الاستثمار، كما يتم توفير ضمانات كافية لسلامة أداء الأصول المكونة للوعاء الاستثماري، وذلك ليتمكن العميل من دراسة الضمانات التي تقلل من مخاطر أداء الأصل، ولينقسم مع البنك عوائد هذه الأصول.

<sup>1</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007، ص 325

<sup>2</sup> سامر مظهر قنطججي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، 2015 سوريا،

ص.ص. 439، 438

## 3- مرحلة ما بعد الإصدار

و تتمثل في وجود سوق ثانوية للإصدارات المطروحة من خلال توفير آلية إعادة شرائها من العملاء بأسعار يعلن عنها كل أسبوع، مما يضيفي صفة السيولة على هذه الإصدارات فيوفر لها الجاذبية أكبر بالنسبة للمستثمرين.

## المطلب الثاني: الضوابط القانونية والشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

## أولاً: الضوابط القانونية لإصدار الصكوك

تعتبر الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولذلك فهي تحتاج إلى صياغة ووضع الإطار التشريعي لها لضمان تنظيم التعامل بها و توحيد أسس المعاملات ، وتتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة بحسب العقد الذي تتأسس عليه: كالمضاربة والإجارة و الاستصناع، كما تتنوع من حيث مجال توظيفها والجهة المصدرة لها، ومن الأهمية بمكان وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك.

وينبغي تنظيم العلاقة بين الأطراف المختلفة للصكوك من خلال نصوص قانونية عامة و توفير الحماية القانونية للمستثمرين في الصكوك الإسلامية، إذ لا يجوز لأي شركة أن تصدر صكوكاً قابلة للتداول لمواجهة احتياجاتها التمويلية إلا بموجب نظام وقانون يحدد الأحكام والشروط العامة لهذه الصكوك، والإجراءات الواجب إتباعها لإصدارها، وكيفية تداولها وحقوق والتزامات الجهات المصدرة والمستثمرين )

تتطلب عملية إصدار الصكوك الإسلامية ضرورة صياغة ووضع قانون متكامل للصكوك يعالج المواضيع التالية:<sup>1</sup>

1. تقديم تعريف واضح للصكوك الإسلامية، ولكافة المتعاملين بها والجهات ذات العلاقة : الصكوك الإسلامية، التصكيك، مدير الإصدار، وكيل الإصدار، الشركة ذات الغرض الخاص، المكتتب أو حامل الصك، موجودات الصكوك، هيئة الفتوى والرقابة الشرعية.
2. تحديد الجهات التي يسمح لها بإصدار الصكوك الإسلامية مثل الهيئات العامة والمؤسسات العامة والشركات المساهمة ؛

<sup>1</sup> كتاف شفية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية (دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية و الإسلامية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 2013، 1/2014، ص 238، 239.

3. تنظيم تأسيس الشركة ذات لغرض الخاص مثل توضيح أغراضها وإدارتها والشكل القانوني، بالإضافة إلى تعيين الجهة الرقابية التابعة لها مثل هيئة الأوراق المالية؛
4. توضيح خصائص الصكوك الإسلامية وجميع أنواعها والأحكام الخاصة بكل نوع مثل: صكوك الاستصناع أو الإجارة أو المرابحة..؛
5. تحديد شروط إصدار الصكوك الإسلامية من قبل المؤسسات والحكومات، كأن تكون مثلاً مجازة من قبل هيئة شرعية أو أية شروط أخرى تضعها هيئة الأوراق المالية؛
6. تحديد المعلومات الواجب توافرها في نشرة الإصدار المعدة من قبل الجهة المصدرة، مثل:
  - معلومات عامة عن الجهة المصدرة: اسمها، غرضها، رأس مالها.
  - معلومات عامة عن الهيئة الشرعية التي أجازت الصكوك الإسلامية.
  - معلومات متعلقة بالصكوك الإسلامية: القيمة الإجمالية للإصدار، قيمة الصكوك الاسمية، وعددها، والربح المتوقع.
  - المعلومات القانونية، وتشمل: تفاصيل القوانين أو المراسيم أو القرارات أو الموافقات التي تم بموجبها إصدار الصكوك الإسلامية.
7. كيفية تغطية قيمة الصكوك ودور متعهد التغطية؛
8. تقارير الإفصاح ودوريتها ومسؤولية الوسيط والحافظ الأمين؛
9. تكوين هيئة حملة الصكوك وتحديد مهامها وتوضيح اجتماعاتها وأعمالها ودوريتها؛
10. أحكام عامة، مثل: دور الهيئة الرقابية والشرعية، مراقب الحسابات والحافظ الأمين وجهات التنصيف الائتماني..؛
11. تحديد إجراءات فض الخلافات بين مختلف أطراف الصكوك؛
12. توضيح الإجراءات التي تقوم بها الجهة الرقابية لمعالجة أي مخالفات تقوم به جهة الإصدار لتعهداتها بموجب نشرة الإصدار؛
13. مآل المشروع الممول في حالة التخلف أو التعثر عن تسديد الأقساط.

## ثانياً: الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك الإسلامية

هناك العديد من الشروط الواجب توافرها في مصدري الصكوك الإسلامية، باعتبارهم طرفاً في العقود التي تصدر الصكوك على أساسها، وهو ما يُعرف بشروط الإصدار، ويقصد بها الشروط التي يجب أن تتضمنها نشرة إصدار الصكوك حتى تستوفي شروط الإيجاب الشرعي الذي ينشأ عن قبول العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، والذي تترتب آثاره في حق متعاقديه: المصدِر والمكتتب، و يعد المكتتب في الصكوك بناءً على نشرة الإصدار قابلاً لهذا العقد بجميع الشروط والأحكام التي تتضمنها هذه النشرة، ويدخل في ذلك موافقة المكتتب على تعيين مدير الإصدار وأمين الاستثمار ومتعهد التغطية وغيرهم من المشاركين في الإصدار الذين تحدّد سلطاتهم والأجور والعمولات التي تدفع لهم<sup>1</sup>. ومن أهم الضوابط الشرعية الواجب توافرها لإصدار صكوك تتفق وأحكام الشريعة الإسلامية ما يلي<sup>2</sup>:

- 1- يجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من العقود الشرعية، وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك؛
  - 2- تتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وهما: مصدر الصكوك والمكتتبون فيها، وفق نوع العقد وصفته الشرعية) و يُقصد بعقد الإصدار " :العقد الشرعي الذي تصدر الصكوك على أساسه، حيث أنّ كل إصدار يجب أن يستند على عقد من العقود الشرعية تتوافر فيه أركان وشروط هذا العقد وتترتب عليه أحكامه وآثاره، وهذه العقود قد تكون بيعاً أو إجارة أو مرابحة أو مشاركة أو مضاربة أو استصناع...إلخ، وقد يكون خليطاً من هذه العقود أو عقداً جديداً ملتزماً بالضوابط الشرعية، وينعقد عقد الإصدار بإيجاب من مصدر الصكوك وقبول من المكتتبين فيه، ويوجّه الإيجاب من خلال نشرة الإصدار التي تتضمن جميع أركان وشروط العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه)
  - 3- أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لإنشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته إلى نهايته وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه من بيع وهبة ورهن وإرث...إلخ، مع العلم أنّ الصكوك تمثل موجودات المشروع العينية والمعنوية وديونها.
  - 4- ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار:
- شروط التعاقد وكل المعلومات المتعلقة بالمشاركين وصفاتهم الشرعية وحقوقهم وواجباتهم، كما تتضمن شروط تعيينهم ودوافع عزلهم؛

<sup>1</sup> حسين حامد حسان، مرجع سابق، ص22

<sup>2</sup> كتاف شافية، مرجع سابق، ص.ص240-242

- ينبغي أن ينص في نشرة الإصدار على الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى ضرورة وجود هيئة شرعية تعتمد آلية الإصدار وتراقب تنفيذه طوال مدته؛
- يجب أن تتضمن النشرة تحديد نوع العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه كالاستئجار أو الإجارة أو... إلخ، وضرورة استثمار حصيلة الصكوك وما تتحوّل إليه الحصيلة من موجودات بصيغة من صيغ الاستثمار الشرعية؛
- ينبغي أن تنص النشرة على مشاركة مالك الصك في العُثم بمقدار مشاركته ومساهمته ويتحمّل من العُثم بنسبة ما تمثّله صكوكه من حقوق مالية)
- 5- لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار أو الصكوك على نص:
  - بضمان قيمة الصك الاسمية في غير حالات التعدي أو التقصير، أو ضمان ربح مقطوع، أو منسوب إلى رأس المال، فإن نصّ على ذلك صراحة أو ضمناً بطل شرط الضمان؛
  - نص يُلزم أحد الشركاء ببيع حصته ولو كان معلقاً أو مضافاً للمستقبل، ويجوز أن يتضمن الصك وعداً بالبيع الذي لا يتم إلا بعقد وبالقيمة التي يرتضيها الخبراء و تُرضي الطرفين؛
  - نصاً يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح وتوزّع الأرباح بحسب رؤوس الأموال إن لم يتم الاتفاق على نسب التوزيع.
- 6- محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة، ويُعرف مقدار الربح إمّا بالتنزيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنزيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وفقاً لشروط العقد، وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيراداً أو غلة، فيجوز أن توزع غلته، وما يوزع على طرفي العقد قبل التنزيض (التصفية) يُعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب؛ و لا مانع شرعاً من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معيّنة في نهاية كل دورة، إمّا من حصّة الصكوك في الأرباح في حالة التنزيض الدوري، وإمّا من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر رأس المال.
- 7- يتولى إدارة الصكوك الشركة المصدرة لها وذلك مقابل نسبة شائعة من العائد وفقاً لعقد المضاربة، وقد يتفق المشاركون في الصكوك مع الشركة المصدرة على أن تقوم بإدارة الصكوك مقابل عقد وكالة بأجر معلوم بصرف النظر عن تحقيق الأرباح، ويكون ذلك مستقلاً عن عقد المضاربة؛
- 8- ينبغي أن تتضمن نشرة الإصدار بوضوح طريقة توزيع العائد بين المشاركين في الصكوك وبين الشركة المصدرة، ولا يجوز تأخير ذلك لغاية انتهاء المشروع أو العملية الممولة من الصكوك؛ و في حالة حدوث خسارة بدون تقصير أو تعدي أو إهمال الشركة المصدرة التي تدير الإصدار، تكون على المشاركين وليس على الشركة التي تخسر الجهد والوقت.

- 9-** يجوز أن تتعهد مؤسسة معينة بشراء الصكوك التي لم يُكْتَب فيها، ويكون الالتزام من متعهد الاكتتاب مبنياً على أساس الوعد الملزم، ولا يجوز أن يتقاضى المتعهد بالاكتتاب عمولة مقابل ذلك التعهد؛
- 10-** يجوز أن تصدر الصكوك لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بالضوابط الشرعية وقد تصدر دون تحديد أجل لها، وذلك بحسب العقد الذي تصدر الصكوك على أساسه؛
- 11-** يجوز أن يُنظّم مُصدر الصكوك أو حملتها طريقة مشروعة للتحوط من المخاطر أو للتخفيف من تقلبات العوائد الموزعة، مثل إنشاء صندوق تأمين تكافلي بأقساط تُدفع من حصّة حملة الصكوك في العائد أو من تبرّعات حملة الصكوك، ولا مانع شرعاً من اقتطاع نسبة معينة من العائد.

## خلاصة الفصل الثاني:

- تتأول هذا الفصل العديء من النقاط الخاصة بالصكوك الإسلامية من حيث المفهوم، الأنواع، ضوابط الإصدار ودورها في تطوير الأسواق المالية، وقد خلص الفصل إلى ما يلي:
- تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك ومن أهم أنواع الصكوك نجد صكوك المضاربة، المشاركة، المرابحة، الاستصناع، السلم والإجارة، المزارعة و المساقاة و المغارسة ؛
  - تتمثل الجهات التي تصدر الصكوك في الحكومة والبنوك والمؤسسات المالية والشركات؛
  - توفر الصكوك الإسلامية عدة مزايا للمتعاملين في حقلها وللسواق المالية وللاقتصاد ككل وتعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية.
  - إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في سوق الأوراق المالية، له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، كما أن ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى ارتفاع كفاءة السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه.
  - تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

## الفصل الثالث:

دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال  
الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة

(2017-2010)

**تمهيد**

تعتبر تجربة ماليزيا من التجارب العالمية الناجحة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية، وتمتلك أكبر سوق للتمويل الإسلامي حيث تؤكد قدرتها على تمويل مشروعات التنمية، و بذلك تعد رائدة في صناعة الصكوك الإسلامية ، وتحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم الإصدار والتداول.

ونسعى من خلال هذا الفصل إلى الوقوف على دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال التعرض للمباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

المبحث الثاني: الهيآت الرقابية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

المبحث الثالث: تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأثره على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)

## المبحث الأول: ماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يختلف سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا يختلف اختلافاً تاماً عن السوق التقليدي في جوانب متعددة، وفي الوقت الحاضر تطور هذا السوق جنباً إلى جنب مع السوق التقليدي، وتحاول الحكومة الماليزية لاسيما وزارة المالية الماليزية لتطوير سوق رأس المال الإسلامي ليصبح مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي ويصبح هذا السوق بديلاً من السوق التقليدي الحالي ونموذجاً للمستثمرين والوسطاء الماليين، والشركات التي تحتاج إلى مصادر تمويل متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ونحاول من خلال هذا المبحث الوقوف على ماهية هذا السوق من خلال التعرض لمفهومه، نشأته، تطوره وأدواته.

### المطلب الأول: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، نشأته وتطوره

#### أولاً: مفهوم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية والخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً 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"<sup>(1)</sup>.

ولضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الإسلامي بمبادئ الشريعة الإسلامية تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين والخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي، 2004، ص. 45.

<sup>2</sup> مركز تطوير الأوراق المالية، 2004، ص. 12.

## ثانياً: نشأة و تطور سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، وأما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا فكانت في عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي (Bank Islam Malaysia Berhad- BIMB)، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه، وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاربوي، في عام 1993 والتي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها<sup>1</sup>.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي عندما قامت شركة "Shell MDS SdnBhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990 ثم، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وفي شهر فيفري من عام 1994، أسست "BIMB Securities SdnBhd" وفقاً لأحكام قانون صناعة الأوراق المالية لعام 1983 والتي بدأت ممارسة عملياتها الرسمية في شهر أوت من نفس السنة ومن ثم بدأ تأسيس نوافذ السمسرة الإسلامية، ونظام صناديق الاستثمار الإسلامية.

ومع بداية تأسيس سوق رأس المال الإسلامي، ظهرت تساؤلات كثيرة من قبل المتعاملين لاسيما المستثمرين المسلمين، والشركات الخاصة عن مدى التزام السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية الماليزية إلى تشكيل لجنة لدراسة الأنشطة والمعاملات في هذا السوق بصورة معمقة، ومن الخطوات الجوهرية التي اتخذتها هذه الهيئة تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي Department Islamic Capital Market - ICMD - في عام 1994، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية "Islamic Instrument Study Group - IISG" في أواخر

<sup>1</sup>سمور طه خليل نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية- غزة، 2007، ص100.

عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية "Shariah Advisory Council- SAC" وأصبحت مسؤوليتها أوسع وأشمل.

وفي 17 أبريل سنة 1999، تم وضع مؤشرا لحركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وأطلق عليه مؤشر الشريعة "Shariah Index" وذلك لقياس أداء الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة والمدرجة على اللوحة الرئيسية والتي تمثل ثلثي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية وفقاً للجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية.

وتعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال:<sup>1</sup>

- توفير كافة الدراسات والبحوث و عقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي، حيث خصص لهذا الجانب تشكيل الجهة الإدارية للهيئة، واللجنة الاستشارية الشرعية التي تهتم بعمل الدراسات والمناقشات الدورية، وتم إنشاء مكتبة للدراسات والبحوث للموظفين أو المتعاملين في هذا السوق أو الجمهور.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية الإسلامية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي و الدولي من خلال الندوات، والدورات، والمحاضرات، وغيرها من الأساليب التي تقدم الصورة الكاملة لهذا السوق، وطبيعته، وأنشطته.

### ثالثاً: الخصائص المميزة لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

يختلف هذا السوق اختلافاً تاماً عن سوق رأس المال التقليدي في جوانب متنوعة أهمها:

#### 1- الإشراف و الرقابة الشرعية:

وتعد هذه الخاصية إحدى الفوارق الجوهرية بين هذا السوق والسوق التقليدي في ماليزيا، حيث يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من مطابقة هذه الأنشطة لأحكام الشريعة وضوابطها، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذا السوق، حيث يتم الحصول على المعلومات المتعلقة بالسوق من قبل الإدارة المختصة باعتباره الإدارة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق وعرضها للمناقشة واتخاذ القرارات والفتاوى المناسبة.

<sup>1</sup>المرجع السابق، ص. 101.

وقد أكدت التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية على الدور الأساسي للمستشار الشرعي في فحص وتحليل إصدار الأدوات المالية الإسلامية والتداول بها.

## 2- العمليات و الخدمات المقدمة خالية من أي محذور شرعي

تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي يتميز بها سوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي، وأهم معالمه هو ( إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياته أخذ أو عطاء ) لاسيما في تداول الأوراق المالية، إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل بيع الغرر، والميسر، حيث يتم التأكد من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالمحظورات الشرعية، وإنما تعمل في دائرة المباح، حيث يتم استبعاد المصارف الربوية وشركات الخمور، والتأكد أن الجهات المصدرة للصكوك الإسلامية ملتزمة بالأسس والضوابط الشرعية المقررة من اللجنة الشرعية

## 3- اعتماد أدوات مالية متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:

يقوم سوق رأس المال الإسلامي بدراسة بعض الأدوات المالية التقليدية وفق الأحكام الشرعية مثل الأسهم العادية، وعقود الشراء من الأسهم الموجودة، وعقود الشراء من الأسهم المشتقة، وعقود المستقبلات ويقوم بتفعيل الأدوات المالية الشرعية لاسيما الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات الخاصة في ماليزيا والأدوات المالية المتداولة في هذا السوق يتم إقرارها من اللجنة الاستشارية الشرعية سواء ما يتعلق بإصدارها أو تداولها .

## 4- الالتزام بالقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهات المختصة:

وتعد هيئة الأوراق المالية الماليزية المسؤولة عن إصدار القوانين و دراسة الأدوات المالية في هذا السوق ومن القوانين الصادرة عن هذه الهيئة " التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية"، والتعليمات والضوابط لشركات السمسرة الإسلامية وغيرها، أما السندات التقليدية في ماليزيا فتخضع للتعليمات الخاصة بعرض سندات المديونية كما أن السوق الأولية للصكوك الإسلامية تخضع لهذه الهيئة، أما السوق الثانوية للصكوك الإسلامية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي وفقا لنظام التحويل الإلكتروني الآني للأموال والأوراق المالية، كما توفر الجهات المعنية معلومات شاملة عن مختلف الجوانب المتعلقة بأي معاملة لاسيما المعلومات التي تؤثر على سعر الأدوات المالية المتداولة في السوق.

**رابعاً: أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا.**

- تكمن أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال ما يقدمه من خدمات أهمها:<sup>1</sup>
1. توفير فرص استثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية للمستثمرين الذين لا يتعاملون بالمعاملات المحرمة، وتشرف على هذا الجانب جهة رقابية شرعية لضمان مطابقة معاملات هذا السوق لأحكام الشريعة مما يعزز ثقة هؤلاء المستثمرين بهذه السوق؛
  2. توفير الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة مثل الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول في هذا السوق؛
  3. توفير الحماية القانونية في كافة الأمور المتعلقة بإصدار الأدوات المالية الشرعية وتداولها من خلال عمليتي الإشراف والرقابة الشرعية اللتان تقوم بهما هيئة الأوراق المالية الماليزية على كافة المعاملات؛
  4. تنمية وتعزيز قدرات الاقتصاد الماليزي من خلال تعبئة الأموال الفائضة وتوجيهها إلى استثمارات نافعة ومتوافقة مع أحكام الشريعة، مما ساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية التي ترفض التعامل بالمعاملات المحرمة.

**المطلب الثاني: أدوات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**

تنقسم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى :

**أولاً: أدوات الملكية الإسلامية:**

تشمل أدوات الملكية الإسلامية الأدوات المالية الأسهم العادية وصناديق الاستثمار الإسلامية :

**1- الأسهم العادية:**

تدرج هذه الأسهم في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، وتتكون من الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة التي تخلو أنشطتها الأساسية من العناصر المحرمة شرعاً، فهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة.

<sup>1</sup> نصبة مسعودة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجاً"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012، ص.117.

**2- صناديق الاستثمار الإسلامية:**

هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار وكبار المستثمرين في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، والمعاملات الإسلامية، وعلى سبيل المثال التوظيف في صناديق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وصناديق الصكوك الإسلامية.

**3- مؤشر الشريعة**

يعتمد مؤشر الشريعة لقياس حركة أسعار جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة، وأدائها الاستثماري، ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم لهذه الشركات، وعلى سبيل المثال؛ عندما يصعد مثلاً مؤشر الشريعة من مستوى 115 نقطة إلى 120 نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الشركات الموضوعه عليه قد ارتفعت ب 5 نقاط ، والنقطة هنا تعني مقدار التغير بوحدة واحدة في سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.

ويوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما:

**1- المؤشر الشرعي كوالالمبور KLSI - Kuala Lumpur Shariah Index**

تم تصميم المؤشر الشرعي كوالالمبور بتاريخ 17 أبريل 1999 لتلبية الطلب من قبل المستثمرين المحليين والأجانب الراغبين بالاستثمار في الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في البورصة الماليزية، وهذا المؤشر يعتبر دليلاً على الوضع العام للبورصة الماليزية في إطار الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، ويمكن أن يكون مفيداً للمستثمرين عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء الأسهم من أجل التخطيط الأمثل لمستقبل استثماراتهم، فالشركات التي يقاس أداؤها حسب المؤشر الشرعي كوالالمبور تكون أنشطتها في دائرة الحلال.

## 2- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داو جونز

## "Dow Jones- Rashid Hussain Berhad Islamic Malaysia Index"

بدأ العمل به عام 1992 "من قبل شركة رشيد حسين المحدودة، لكنه طرح رسمياً في 10 ماي 1996، ومنذ جانفي 1998 أصبح المؤشر يخضع لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، ولجنة الشريعة لشركة أو بنك رشيد حسين المحدودة، ويعرف في الوقت الحاضر بالمؤشر الإسلامي الماليزي رشيد حسين المحدودة - داو جونز لأنه يخضع لمعايير داو جونز لتقييم أداء الشركات المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة والمرخصة لها من اللجنة الاستشارية الشرعية.

## ثانياً: الصكوك الإسلامية

تعرف الصكوك الإسلامية بأنها الصكوك التي يتم إصدارها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية المسموح بها من اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية الماليزية<sup>(1)</sup>،

ويتم إصدار الصكوك الإسلامية من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة هذه اللجنة، وأما الصكوك الإسلامية الحكومية فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي.

وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية، وبضوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، وإحدى خصائصها العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق، وليس على أساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من رأس المال، وتتماشي أدواتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها.

## 1- الصكوك الإسلامية الحكومية:

تتمثل في الصكوك الحكومية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية التي أصدرتها الحكومة الماليزية والتي تعد بمثابة شهادات الاستثمار الحكومي تم إصدارها في أوائل عام 1983 وتعتبر هذه الشهادات أول شهادات دون فائدة صادرة عن الحكومة الماليزية وتعرف بالإصدارات الاستثمارية الحكومية، وهي شهادات استثمارية تم تطويرها وفق مبدأ القرض الحسن من قبل الحكومة الماليزية كخطوة لمساندة حركة الأعمال المصرفية الإسلامية في ماليزيا، والغرض من إصدار هذه الشهادات هو حصول

<sup>1</sup>هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي، 2004، مرجع سابق، ص. 36.

الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على المشاريع التنموية، وقيمة العائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً.

ويعطى البنك الإسلامي الماليزي وكافة المؤسسات المالية الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي القدرة على استثمار أموالهم في المجالات الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتصل مدة استحقاقها من سنة إلى خمس سنوات<sup>1</sup>.

و يقوم البنك المركزي الماليزي بطرح الإصدارات الاستثمارية الحكومية الجديدة المستندة إلى الربح وفقاً لمبدأ البيع بالثمن الآجل كأداة إضافية، وهذه الطريقة ساهمت في تطوير إصدارات صكوك الحكومة الماليزية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في السوق الماليزي.

## 2- الصكوك الإسلامية للشركات

الصكوك الإسلامية الصادرة عن الشركات، عبارة عن إحدى الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل التي أصدرتها الشركات الخاصة، وطرحت فكرة هذه الصكوك في ماليزيا عام 1990، وتعد هذه الصكوك أحد أشكال التعاملات البارزة في السوق، وحالياً تصدر هذه الصكوك وفقاً لمبادئ البيع بالثمن الآجل والمرابحة والاستصناع، والإجارة، والمضاربة<sup>2</sup>.

### ثالثاً: الوسطاء والخدمات

تلعب فئة الوسطاء الماليين دوراً هاماً في إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأسهم لاسيما الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في البورصة الماليزية وصناديق الاستثمار الإسلامية، وتعتبر وسيطاً بين وحدات العجز والفائض، وتمارس معاملاتها وفقاً لأحكام الشريعة وهي خالية من عناصر محرمة شرعاً، وإحدى خدماتها هي توفير المعلومات اللازمة للبايعين والمشتريين عن كافة الأمور ذات الصلة به ومن بين أهم الوسطاء نجد السماسرة وصناديق إدارة الاستثمار التي تعتبر وسيطاً ووكيلاً عن عملاءها في تنفيذ كل الإجراءات المتعلقة بإدارة الاستثمار. وتستثمر هذه الصناديق في مجال الاستثمارات المتوافقة مع الضوابط الشرعية.

كما يخضع سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا للرقابة الشرعية، وتعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الرقابية الشرعية العليا، وقد أسست من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية، وتمارس الرقابة

<sup>1</sup> هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2001، ص. 18

<sup>2</sup> تم الاطلاع بتاريخ 2020/8/22 الساعة 22:55 <http://www.iimm.bnm.gov.my/index.php>

---

في هذا السوق بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي في الهيئة، والذي يقوم بدراسة الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق و تحليلها بدقة، بالإضافة إلى المستشارين الشرعيين المستقلين الذين يلعبون دوراً هاماً في عملية إصدار الصكوك الإسلامية بصورة خاصة.

## المبحث الثاني: الهيآت الرقابية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

تلعب الهيآت الرقابية دورا أساسيا وبارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا من خلال انتهاجها العديد من الاستراتيجيات لتطويره لكي يكون بديلا لسوق رأس المال التقليدي ونحاول من خلال هذا المبحث التعرف للهيآت الرقابية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودورها في تطويره من خلال تعرضنا لدور هيئة الأوراق المالية الماليزية، ودور اللجنة الاستشارية الشرعية من خلال المطالب التالية:

### المطلب الأول: هيئة الأوراق المالية الماليزية

تعتبر هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية العليا في سوق الأوراق المالية الماليزية برهاد، وهي المخولة قانونا والمسؤولة بشكل مباشر عن التنظيم والإشراف والرقابة على أنشطة المؤسسات في السوق .

ولقد قامت الحكومة الماليزية بتأسيس هذه الهيئة واعتبرتها جهة عليا في إدارة سوق الأوراق المالية في ماليزيا في 01 مارس 1992 وترتبط مباشرة بوزارة المالية الماليزية .

### أولا: وظائف وأهداف هيئة الأوراق المالية الماليزية:

- تتمثل الوظائف التي أسندت إلى هيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يلي<sup>1</sup>:
- تسجيل نشرة الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛
- السماح بإصدار سندات الشركات؛
- الرقابة والإشراف وتحديد العقود المستقبلية والخيارات؛
- الرقابة على ادماج الشركات في ماليزيا؛
- مراقبة صناديق الاستثمار؛
- مراقبة أنشطة البورصات وبيوت المقاصة؛

<sup>1</sup> <http://www.sc.com.my>

- تقديم الاعتمادات ومراقبة الأشخاص المعتمدين.

أما أهداف هيئة الأوراق المالية الماليزية فتتمثل فيما يلي :

- تأكيد حماية مناسبة للمستثمرين؛
- تطوير النظام وجعله مروا؛
- تعزيز المنافسة بين وسطاء السوق؛
- تعزيز شفافية السوق؛
- دعم وحدة السوق.

**ثانيا: دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تنمية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:**

لقد لعبت هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا أساسيا وبارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من خلال انتهاجها العديد من الاستراتيجيات لتطويره لكي يكون بديلا لسوق رأس المال التقليدي، ومن بين هذه الاستراتيجيات التي ساعدت على تنميته وتنشيطه ما يلي<sup>1</sup> :

**1- توفير كافة التسهيلات في مجال البحث والدراسة والمناقشة وكل ما من شأنه تطوير سوق رأس المال الإسلامي:**

وذلك من خلال إعطاء الصلاحيات للجنة الاستشارية الشرعية وبالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للقيام بعمل الدراسات والمناقشات، والحوارات الدورية بينهم وبين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذه السوق من وقت لآخر، وهذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وبالتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.

**2- التخطيط لجعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي :**

حيث طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في عام 2001 الخطة الرئيسية لسوق رأس المال الماليزي واشتملت على ستة أهداف جوهرية منظمة وتم تسميتها بالخطة الشاملة، وهي مبنية على رؤية للوضع الاستراتيجي والاتجاه المستقبلي لتطوير سوق رأس المال الماليزي لعشرة أعوام (2001-2010) ، وأحد أهدافها هو اعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي، ولأجل تحقيق هذا الهدف أعتُمدت

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص. 115-116.

عدة مبادرات استراتيجية وهي كما يلي:

- تسهيل التطور لمجموعة واسعة من منتجات وخدمات تنافسية مرتبطة بسوق رأس المال الإسلامي؛
- إنشاء سوق كفاء وفعال لتعبئة الصناديق الإسلامية؛
- ضمان وجود أطر تنظيمية وضريبية ومحاسبية ملائمة وشاملة لسوق رأس المال الإسلامي؛
- الحصول على اعتراف دولي باعتبار ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

### 3- تعيين هذه الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية:

لقد كان من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة وتطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي هو تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية كي تقوم بدورها في الأنشطة والعمليات في سوق رأس المال الإسلامي.

### 4- توفير البنية التنظيمية والقانونية والرقابية لحماية المتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي:

حيث أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية مجموعة من القوانين والتنظيمات تحت القسم 377-378 من قانون أسواق المال والخدمات، ومن إصدارات الهيئة في هذا المجال ما يلي:

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002
- التعليمات الخاصة بعرض الصكوك في جويلية 2004 وتم مراجعتها في سنة 2011-2012
- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقاري الإسلامي في 21 نوفمبر 2005.

### 5- توفير التدريب والتعليم فيما يتعلق بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:

تؤدي الهيئة دورا بارزا في التوعية والتعريف بمعاملات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا لدى الجمهور، خاصة المتعاملين في السوق و الموظفين فيه، والباحثين والمحليلين المحليين أو الأجانب في مجال سوق رأس المال الإسلامي، وهذا من خلال مشاركة هيئة الأوراق المالية الماليزية في الدورات التدريبية المكثفة، والندوات والمؤتمرات في المحافل الدولية والمحلية.

كما تتيح الهيئة فرصة لأعضاء اللجنة الاستشارية الشرعية بحضور المؤتمرات والندوات للتشجيع على تبادل الأفكار والمعرفة، وتعميق فهمهم للأعمال المالية الإسلامية الحديثة. إضافة إلى قيامها بإنشاء

مركز لتطوير صناعة الأوراق المالية مسؤول على عاد الندوات والمؤتمرات وتجميع المعلومات الخاصة بسوق رأس المال الإسلامي بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي للهيئة ذاتها .

كما قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بإنشاء المكتبة المختصة التي تحتوي على الكتب والدوريات والمجلات والمقالات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.

### المطلب الثاني: هيئة الرقابة الشرعية

في التجربة الماليزية، فإن الرقابة الشرعية تمارس من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية هذه الأخيرة التي تم تأسيسها من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية في 16 ماي 1996 ، وهي أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.

### أولاً: أهداف الرقابة الشرعية:

- التأكد من أن أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية تتم وفق الأحكام الشرعية الإسلامية حسب الفتاوى والقرارات الصادرة عن جهة الفتوى والتحقق من تنفيذ تلك الفتاوى الصادرة
- إيجاد البدائل والصيغ الشرعية التي لا تتعارض مع الأحكام الشرعية للمعاملات التي تمارسها المؤسسات المالية الإسلامية.
- فحص وتحليل جميع أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وأنشطتها لضمان مدى التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية.

**ثانيا: دور الرقابة الشرعية في تنمية وتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا:**

لعبت هذه اللجنة دورا بارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من خلال قيامها بالعديد من المهام، ويمكن التطرق إلى هذه الأدوار خلال ما يلي:<sup>1</sup>

**1- إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية:**

تصدر اللجنة القرارات في القضايا الشرعية لغرض التأكد من ثباتها وخلوها من مخالفة للآراء الشرعية لدى الفقهاء الماليزيين، ويساهم المستشار الشرعي الداخلي المستقل في هذه اللجنة بدور بارز في تقرير الرأي الشرعي لاسيما في إصدار الصكوك، والإرشادات المتعلقة بالعمليات الداخلية للشركات فقط، ولا يقع عليه مسؤولية إصدار القرارات للجمهور ككل.

**2- الرقابة :**

حيث تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة المخولة بمراقبة أنشطة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا والتأكد من أن معاملاته تتم موافقة للشريعة الإسلامية، وتقدم رأيها الشرعي بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير الأدوات المالية الإسلامية.

**3- مركز للاستشارة والمراجعة وإصدار القرارات المتعلقة بكافة القضايا الشرعية في سوق رأس المال الماليزي:**

تعتبر هذه اللجنة مركزا للاستشارة والمراجعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية في كافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وكذلك تساعد الأطراف ذات العلاقة بهذه السوق في إبداء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بهذه السوق، مثل تقديم الاستشارات القانونية والتدقيقية، وتقديم التوجيهات المتعلقة بالتعامل بالأوراق المالية التقليدية، وإقرار الضوابط الشرعية لإصدار الصكوك.

**4- الرد على الأسئلة والاستفسارات الفقهية :**

حيث تُرد اللجنة طول العام على الأسئلة والاستفسارات الفقهية المطروحة والتي لها علاقة بسوق رأس المال الإسلامي؛ لاسيما معاملات هذه السوق والأحكام المتعلقة بها من منظور شرعي، وترد إليها هذه الأسئلة والاستفسارات من طرف إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، والباحثين، والموظفين، وشركات

<sup>1</sup> عبد الناصر براني، سمير بركات، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية "سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً"، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، العدد 10، ص. 363-364.

المساهمة والمستثمرين، وجمهور المتعاملين وذلك لغرض معرفة مدى التزام هذه السوق بأحكام الشريعة الإسلامية.

#### 5- توعية العاملين والمتعاملين :

وذلك من خلال قيام اللجنة بالتوعية من خلال عاد الدورات التدريبية المكثفة والندوات والمؤتمرات في المراحل المختلفة للاستفادة من البحوث والدراسات، كما تتيح الفرصة للخبراء الشرعيين والمفكرين الاقتصاديين لتبادل المعارف والخبرات في كل القضايا الاقتصادية المعاصرة المتعلقة بالمنتجات المالية الإسلامية والقوانين الشرعية.

### المبحث الثالث: تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية وأثره على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)

يتخصص هذا المبحث في دراسة أثر تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017)، من خلال عرضنا لتطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) وما يقابلها من تطور لحجم سوق رأس المال الإسلامي خلال نفس الفترة، من خلال تعرضنا لتطور عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق خلال هذه الفترة، ثم تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي و حجم سوق رأس المال الإسلامي (ICM) في ماليزيا خلال هذه الفترة.

#### المطلب الأول: تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

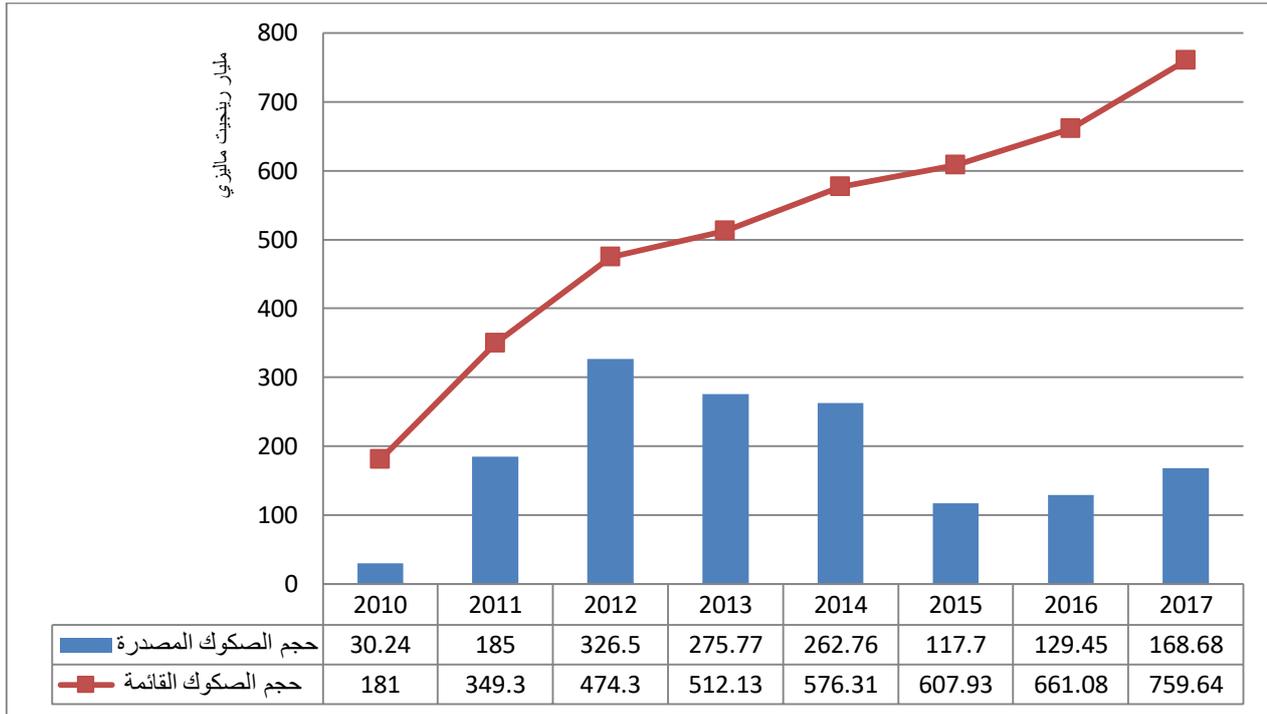
##### أولاً: تطور حجم الصكوك الإسلامية حسب الجهات المصدرة:

تصنف الصكوك حسب الجهات المصدرة لها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إلى صكوك الشركات وصكوك الحكومة، حيث يتم إصدار الصكوك من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية، أما صكوك الحكومة فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي، وتصدر هذه الصكوك على أساس عقود شرعية وبضوابط تنظم إصدارها، وتختلف أحكام الصك تبعاً لاختلاف العقد أو الصيغ الاستثمارية التي صدر الصك على أساسها، ويخضع تداولها للشروط الشرعية المتعلقة بطبيعة الموجودات التي تمثلها عند التداول، وإحدى خصائصها العائد على أساس نسبة من الربح المتحقق، وليس على أساس الفائدة التي هي نسبة ثابتة من رأس المال، وتتماشي أدواتها وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية وضوابطها.

وقد شهد سوق الصكوك الماليزي تطوراً ونموً واسعاً والناجم بالأساس عن بيئة الإصدار المواتية في ماليزيا، والسياسات التحفيزية للأنشطة الاستثمارية والبنية التحتية المالية الإسلامية الملائمة، وقد كان هذا النمو مدفوعاً بإصدار متزايد للصكوك من قبل الحكومة والشركات حيث ارتفع حجم الصكوك القائمة والمتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من 181 مليار رينجيت ماليزي سنة 2010 إلى 759.64 مليار رينجيت ماليزي سنة 2017 (ما يمثل 58.8% من إجمالي سندات والصكوك القائمة) هذه السنة التي بلغت فيها حجم الصكوك المصدرة لأول مرة 168.68 مليار رينجيت ماليزي وهو ما يمثل 53% من إجمالي السندات والصكوك المصدرة لهذه السنة والبالغة 317.94 مليار رينجيت

ماليزي، وهذا مقابل 129.45 مليار رنجيت ماليزي سنة 2016 ( 53.81 % من إجمالي الإصدارات ) كما يوضح الشكل الموالي:

شكل رقم (01): إجمالي الصكوك المصدرة والقائمة في سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة (2010-2017)



#### Source:

- International Islamic Financial Market, **Sukuk Report** ,7th Edition ,april 2018,p.182
- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2017, p.159

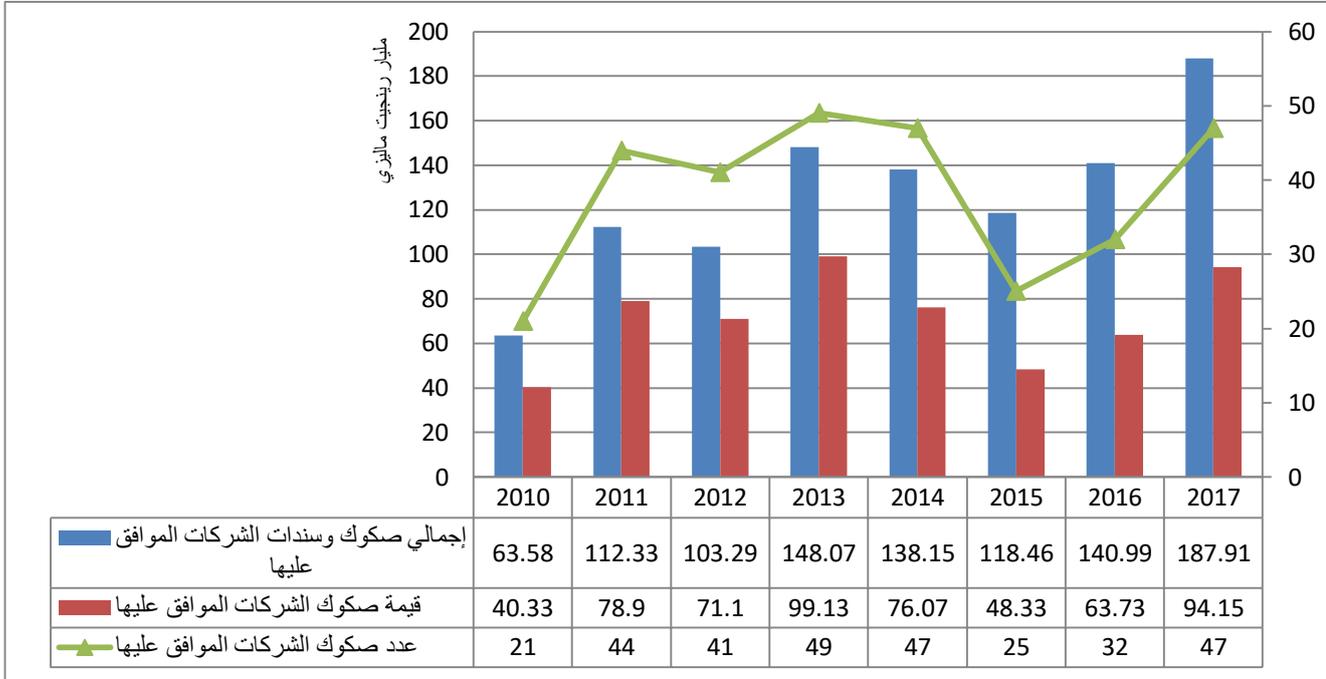
ويعتبر سوق الصكوك في ماليزيا بمثابة منصة مهمة وجذابة للهيئات الحكومية والشركات لرفع الأموال طويلة الأجل لمختلف القطاعات الاقتصادية والتجارية وكذا تطوير البنية التحتية... الخ، حيث ارتفعت قيمة الصكوك المصدرة من طرف الشركات في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي من 57.77 مليار رنجيت ماليزي سنة 2015 وما يمثل 66.67% من إجمالي السندات والصكوك المصدرة لهذه السنة إلى 64.83 مليار رنجيت ماليزي وما نسبته 75.68% من إجمالي الإصدارات لهذه السنة لتصل إلى 87.64 مليار رنجيت ماليزي وما يعادل 70.19% من إجمالي الإصدارات سنة 2017 .

ووصلت قيمة الصكوك القائمة 484.49 مليار رينجيت ماليزي سنة 2017 ما يمثل 75.14% من إجمالي سندات الشركات والصكوك القائمة في هذه السنة مقابل 393.45 مليار رينجيت ماليزي سنة 2016 (73.85% من الإجمالي) و 361.33 مليار رينجيت ماليزي سنة 2015 (71.65% من إجمالي سندات الشركات والصكوك القائمة).

كما بلغ عدد صكوك الشركات المعتمدة والموافق عليها من طرف هيئة الأوراق المالية سنة 2017 : 47 صك وهذا من إجمالي 79 صك وسند معتمد ومقبول للشركات في هذه السنة، مقابل 32 صك سنة 2016 و 25 صك سنة 2015 و 47 صك سنة 2014 و 49 صك سنة 2013 و 21 صك سنة 2010.

وبلغت قيمة الصكوك الموافق عليها سنة 2017 : 94.15 مليار رينجيت ماليزي أي يعادل 50.11% من إجمالي قيمة صكوك وسندات الشركات الموافق عليها لهذه السنة وهذا مقابل 45.2% سنة 2016 و 0.8% سنة 2015 و 68.8% سنة 2012 و 70.23% سنة 2011 ، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (02) صكوك الشركات الموافق عليها في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2017)



**Source:**

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2010, p.56
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p.62
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p.144
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2015, p.169
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2017, p.158

## ثانياً: إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوعها

## 1- صيغ الاستثمار في الصكوك الإسلامية

يتيح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي العديد من الصيغ للاستثمار في الصكوك الإسلامية نوردها فيما يلي:

## 1-1- صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة

تعرف هذه الصكوك في ماليزيا بأنها الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول التي تصدرها الجهة المصدرة للجهات الأخرى لإثبات المديونية فيها وإصدارها مبني على أساس عقد البيع بالثمن الآجل أو المرابحة .

وتعرف صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة بأنها " الوثائق أو الشهادات الممثلة لقيمة الأصول الصادرة عن جهة معينة لإثبات المديونية لجهات أخرى، وإصدارها قائم على أساس البيع بالثمن الآجل " والذي يعرف بأنه " العقد الذي يشير إلى بيع المبيع وفي هذه الحالة تشير إلى الموجودات بئمن مؤجل ويزيد عن ثمنه نقداً وتسليمه حالاً ، ووقت معلوم لدفع القيمة والمتفق عليها مسبقاً بين المتعاقدين

أما المرابحة وتعريفها متقارب من البيع بالثمن الآجل، حيث تمثل "زيادة معلومة سواء أكانت منسوبة إلى رأس المال أو محددة بمبلغ معين، ويتم التسديد للشراء على دفعة واحدة أو تقسيط، والذي سيكون محدد في الاتفاق بين المتعاقدين " .

والاختلاف الأساسي بين صكوك البيع بالثمن الآجل والمرابحة هي من حيث ، آجال الاستثمار ومدة الاستحقاق لتلك الصكوك، فصكوك البيع بالثمن الآجل هي للاستثمارات طويلة الأجل " خمس سنوات فأكثر " ، أما صكوك المرابحة فهي للاستثمارات متوسطة الأجل " ومن سنة إلى خمسة سنوات " ، وقصيرة الأجل " من ثلاثة أشهر إلى سنة" .

## 1-2- صكوك الاستصناع

عرفت هذه الصكوك في ماليزيا بأنها "شهادات التي تمثل قيمة الأصول المستنعة، وتم إصدارها على أساس كما يمكن اعتبارها شهادات تم بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة

المصدرة للجهة الممولة، "إصدارها باسم المكتتب مقابل المبلغ الذي اكتتب فيه وفقا لقواعد وشروط معينة، وهي تمثل بذلك حصصا شائعة في شركات متخصصة لممارسة النشاط الصناعي<sup>1</sup> .

وتعتبر صكوك الاستصناع إحدى منتجات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتقوم على أساس التمويل بالبيع على حق الدين "Debt Financing".

وتعرف صكوك الاستصناع حسب التجربة الماليزية بأنها " الوثائق أو الشهادات التي تمثل قيمة الأصول ويتم إصدارها على أساس بيع الاستصناع لإثبات المديونية من قبل الجهة المصدرة " المستصنع للجهة الممولة.

ولا يوجد تعريف دقيق لهذه الصكوك لأن " التعليمات المتعلقة بعرض الصكوك الإسلامية " الصادرة من الهيئة قد ركزت على تعريفا للاستصناع فقط ، وعرفته بأنه عقد شراء العين حيث يطلب المشتري لشراء العين التي ستسلم في المستقبل ، كما يطلب المشتري من البائع أو المقاول لتسليمه أو بنائه الذي سينجز في المستقبل وفقا لمواصفات معينة تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين . وفي بيع الاستصناع لا يشترط الدفع المسبق عند العقد، بل يمكن تأخير الدفع أو الأقساط بحسب مراحل تصنيع المشروع الكامل .

### 1-3- صكوك الإجارة:

تشير صكوك الإجارة في التجربة الماليزية إلى صكوك ملكية الموجودات المؤجرة، وهي " وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة، أو عين موعود باستئجارها، أو يصدرها وسيط مالي ينوب عن المالك، وتتيح لحاملها فرصة للحصول على دخل الإيجار وعائد رأس المال من العين المؤجرة، بالإضافة إلى تحمل مخاطر الخسارة والضرر على العين المؤجرة وإصدار هذه الصكوك بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

وقد قررت اللجنة الاستشارية الشرعية بأن صكوك الإجارة هي الصكوك الإسلامية المبنية على عقد الإجارة التي تعتبر موجودات أصلية في إصدارها. وإصدار هذه الصكوك من خلال عملية تصكيك عقد الإجارة .

وكانت التجربة الماليزية توفر تطبيق إصدار صكوك الإجارة في المستوى العالمي مثل الصكوك الدولية الماليزية والصكوك الحكومية للباكستان.

<sup>1</sup> Securities Commission of Malaysia, **Guidelines on the offering of Islamic Securities**, 26 July 2004, p A-2

وقد أصدرت الحكومة الماليزية في 3 يونيو 2002 صكوك الإجارة " الصكوك الدولية الماليزية " "Malaysian Global Sukuk" المتداولة في بورصة لابوان المالية العالمية "Labuan International Financial Exchange –LFX".

وتم طرحها بعملة أجنبية ( بقيمة 600 مليون دولار أمريكي ) وهي أول الصكوك الإسلامية الدولية الرائدة على المستوى العالمي وقد لاقت هذه الصكوك القبول من المستثمرين المسلمين على المستوى العالمي لاسيما المستثمرين المسلمين من الشرق الأوسط.

واشرف على تنظيم وترتيب هذه الصكوك شركة: "Dubai's Hong Kong and Shanghai banking corporation (HSBC) وأدرجت في بورصة لابوان المالية العالمية.

#### 1-4- صكوك المشاركة:

عرفت لجنة الاستثمار الشرعية صكوك المشاركة على أساس عقد المشاركة المعروف في عقود الاستثمار، وهي مشابهة كثيرا للمضاربة ولكن الاختلاف الأساسي يتمثل في أن صكوك المشاركة نجد فيها الجهة الوسيطة التي تصدر الصكوك تعتبر شريكا لمجموعة المستثمرين حملة الصكوك في وعاء الشركة.

#### 1-5- صكوك المضاربة:

تمثل هذه الصكوك أوراق مالية قابلة للتداول تعرض على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة، ويمثل فيها الملاك أصحاب رأس المال بينما المستثمر يمثل عامل المضاربة ويحصل مالكوها على نسبة شائعة في الربح، وتتوفر فيها عقد المضاربة من الإيجاب والقبول ومعلومية رأس المال ونسبة الربح<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بوعبدالله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 14، 2015، ص 24.

## 2- تطور إصدارات الصكوك الإسلامية حسب نوعها

بالنسبة لصكوك المشاركة بلغت نسبتها 42.1% من إجمالي الصكوك المصدرة سنة 2010 و64% سنة 2011 وهذا لما تتميز به من مفهوم تقاسم الأرباح والخسائر مما أدى إلى زيادة القناعة لدى المستثمرين الماليزيين بإصدار هذا النوع من الصكوك إلا أنه ومنذ سنة 2012 أصبحت صيغة المرابحة هي المسيطرة على التعاملات في الصكوك الإسلامية حيث بلغت إصداراتها 55% من إجمالي إصدارات الصكوك في سنة 2012 و ما يقارب 80% سنة 2014 و66% سنة 2015، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

### جدول رقم(01): تطور أنواع الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الماليزي

الوحدة: النسبة المئوية

2015	2014	2013	2012	2011	2010	
12	8.42	30	19	64	42.1	صكوك المشاركة
-	2.63	-	2	5	0.6	صكوك المضاربة
66	79.49	32	55	9	8.2	صكوك المرابحة
-	-	-	-	-	0.2	صكوك البيع بثمن آجل
7	1.31	4	09	13	34	صكوك الإجارة
10	3.94	24	8	9	-	الوكالة باستثمار

#### Source:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2010, p.54.

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p.62.

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p144.

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2015, p169.

## المطلب الثاني: تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا

نحاول من خلال هذا المطلب الوقوف على تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال تعرضنا لتطور عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق خلال هذه الفترة، ثم تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي و حجم سوق رأس المال الإسلامي (ICM) في ماليزيا خلال هذه الفترة

## أولاً: عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق:

تشكل الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أكبر نسبة من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا حيث بلغت نسبتها 88 % من إجمالي الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا في سنة 2010 و 89 % سنة 2011 انخفضت بعدها إلى 71 % سنة 2013 لترتفع وتصل إلى 74.28 % سنة 2014 وتبلغ 76.19 % سنة 2017 ، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

## جدول رقم(02): تطور عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في سوق رأس المال بماليزيا خلال الفترة (2010-2017)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	846	839	817	650	673	667	671	688
مجموع الأوراق المالية	961	964	923	911	906	903	904	903
نسبة الأوراق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى إجمالي الأوراق المالية في السوق(%)	88	89	89	71	74.28	73.86	74.23	76.19

**Source:**

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2010, p.56
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p.62
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p.144
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2015, p.169
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2017, p.158

**ثانيا: تطور معدل رسملة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا**

ترتبط القيمة السوقية ( معدل رسملة السوق ) ارتباطا وثيقا بتعبئة الأموال وتوزيع المخاطر، ومن ثم فهي تعكس مستوى النشاط، فارتفاع القيمة السوقية يدل على كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والأوراق المالية والمدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما ومن ثم يعكس ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي.

ويوضح الجدول الموالي تطور القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال المالي الماليزي خلال الفترة (2010-2017):

**جدول رقم(03) تطور القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال المالي الماليزي خلال الفترة (2010-2017)**

الوحدة: مليار رينجيت ماليزي

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	756.1	806	942	102962	101214	108618	103056	113383
القيمة السوقية لإجمالي الأوراق المالية	12753	1285	1466	170215	165117	169478	166737	190684
نسبة القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية إلى إجمالي (%)	59.3	63	64	60.5	61.3	64.09	61.81	59.46

**Source:**

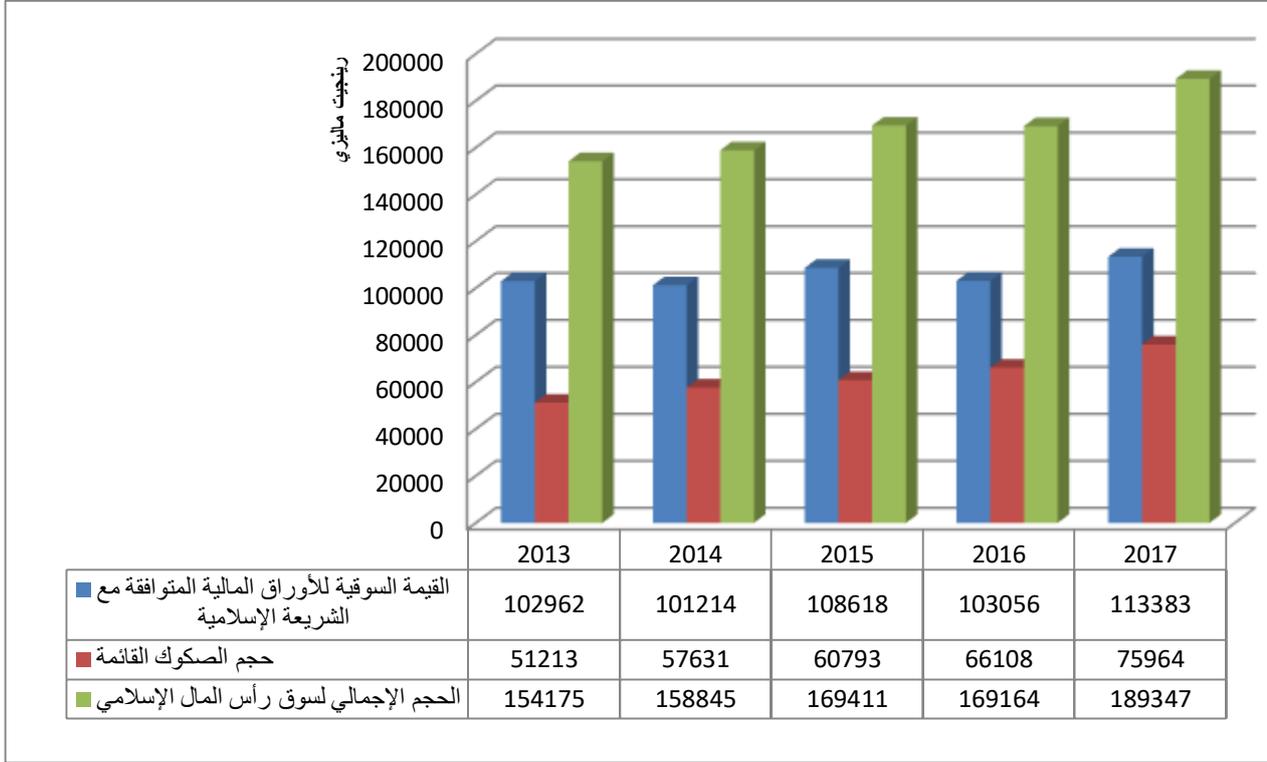
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2010, p.56
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p.62
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p.144
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2015, p.169
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2017, p.158

ونلاحظ من الجدول أن القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تجاوزت نصف القيمة السوقية لإجمالي الأوراق المالية على طول فترة الدراسة وهذا ما يدل على قدرة الصكوك الإسلامية على تنشيط السيولة من خلال السوق المالي الإسلامي الماليزي، حيث تدل النسب المرتفعة لرسملة السوق الماليزية بحوالي 61.68% في متوسط خلال الفترة (2010-2017)، على قدرة هذه الصكوك على جذب المدخرات المالية واستثمارها بالشكل الأنسب كونها حققت سيطرة على التمويل المالي في السوق، مما ينتج عن ذلك دعم هذا السوق للتنمية الاقتصادية الماليزية والنتائج المحلي، مما يجعلها سوق مالي إسلامي دولي يتمتع بجذب رؤوس أموال أجنبية وخاصة من جميع الدول.

### ثالثاً: حجم سوق رأس المال الإسلامي (ICM) في ماليزيا :

بلغ حجم سوق رأس المال الإسلامي 1.893.47 مليار رينجيت ماليزي سنة 2017 وهو ما يعادل 59.19% من سوق رأس المال الماليزي لهذه السنة ويشتمل على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بقيمة 1.113.83 مليار رينجيت ماليزي وحجم الصكوك المتداولة في هذا السوق بقيمة 759.64 مليار رينجيت ماليزي ، بينما بلغ حجمه سنة 2016 ما قيمته 1.961.64 مليار رينجيت ماليزي وهو ما يعادل 59.65% من إجمالي سوق رأس المال الماليزي لهذه السنة، كما بلغ حجم سوق رأس المال الإسلامي 60.06% من إجمالي سوق رأس المال الماليزي سنة 2015 ، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم(03): تطور حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا



**Source:**

- International Islamic Financial Market, **Sukuk Report** ,7th Edition ,april 2018,p.182
- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2017, p.15.8

وتدل هذه القيم على التوسع الكبير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وسيطرته على سوق رأس المال، وهذا راجع للإقبال الكبير على التعامل في الصكوك والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تعتبر أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى وكذلك التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق رأس المال الماليزي جذابا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بسن وتوفير القوانين و التشريعات الخاصة بهذه الأدوات.

### خلاصة الفصل الثالث:

حاولنا من خلال هذا الفصل الوقوف على دور الصكوك الإسلامية في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال تعرضنا لماهية سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في المبحث الأول، والهيآت الرقابية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا في المبحث الثاني ثم تطور إصدار وتداول الصكوك الإسلامية على حجم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة (2010-2017) من خلال المبحث الثالث والأخير، ويمكننا عرض أهم النتائج التي توصلنا إليها كالتالي:

1. يعتبر سوق الصكوك في ماليزيا بمثابة منصة مهمة وجذابة للهيئات الحكومية والشركات لرفع الأموال طويلة الأجل لمختلف القطاعات الاقتصادية والتجارية وكذا تطوير البنية التحتية... الخ
2. تصنف الصكوك حسب الجهات المصدرة لها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إلى صكوك الشركات وصكوك الحكومة، حيث يتم إصدار الصكوك من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية، أما صكوك الحكومة فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي.
3. يتيح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي العديد من الصيغ للاستثمار في الصكوك الإسلامية أهمها صكوك البيع بثمن آجل والمرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، المشاركة والمضاربة.
4. لعبت هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا أساسيا وبارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من خلال انتهاجها العديد من الاستراتيجيات لتطويره لكي يكون بديلا لسوق رأس المال التقليدي
5. تعتبر اللجنة الشرعية من أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.
6. تشكل الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أكبر نسبة من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

7. شهد سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تطورا كبيرا حيث تجاوز معدل 50 % من سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة المدروسة مما يدل على التوسع الكبير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وسيطرته على سوق رأس المال، وهذا راجع للإقبال الكبير على التعامل في الصكوك والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تعتبر أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى وكذلك التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق رأس المال الماليزي جذابا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بسن وتوفير القوانين و التشريعات الخاصة بهذه الأدوات.

الخاتمة

## الخاتمة:

حاولنا من خلال هذه الدراسة الوقوف على دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق المالية مركزين في ذلك على دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا خلال الفترة ( 2010-2017)، ونورد فيما يلي أهم النتائج المتوصل إليها وكذا أهم الاقتراحات و التوصيات .

### 1- نتائج اختبار الفرضيات:

- بالنسبة للفرضية الأولى والتي ترى أن زيادة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية يؤدي إلى تطوير السوق المالية أثبتت الدراسة صحتها، حيث يؤدي زيادة إصدار وتداول الصكوك الإسلامية إلى استقطاب شريحة جديدة من المستثمرين و خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، مما يؤدي إلى تطوير السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه.
- بالنسبة للفرضية الثانية والتي ترى أن إنشاء سوق مالي إسلامي يتطلب مجموعة من الشروط و الضوابط القانونية والشرعية أثبتت الدراسة صحتها ف يجب أن تخضع أعمال الأسواق المالية الإسلامية لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية حتى تأتي عملياتها وفق أحكام الشرع الحنيف ، ومن أهمها أن تكون لها هيئة شرعية للفتوى والرقابة الشرعية و أن يكون لها جهاز تدقيق شرعي داخلي يضمن مطابقة أعمالها للوائح المنصوص عليها في قانون التأسيس وأن يكون موضوع التمويل في المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ، وقانونيا يجب أن تكون خاضعة لرقابة البنك المركزي.
- بالنسبة للفرضية الثالثة أثبتت الدراسة صحتها حيث تشكل الصكوك الإسلامية أكبر نسبة من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي خلال الفترة (2010-2017).
- بالنسبة للفرضية الرابعة والتي ترى أن ا لصكوك الإسلامية لعبت دور ايجابي في تطوير سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2010-2017، أثبتت الدراسة صحتها حيث أدى الإقبال الكبير على التعامل في الصكوك والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا إلى التوسع الكبير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وسيطرته على سوق رأس المال.

## 2- نتائج الدراسة:

- تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تحقيق التخصيص الأمثل لموارد المجتمع وتحديد أسعار الأصول، توفير السيولة، تخفيض تكاليف العمليات.
- السوق المالية الإسلامية هي السوق التي تتداول فيها الأدوات المالية التي تجيزها الشريعة الإسلامية وهذا تحت رقابة هيئة شرعية ومن أهم هذه الأدوات الصكوك الإسلامية.
- تتجلى أهمية السوق المالية الإسلامية فيما يمكن أن تقدمه لتنمية الاقتصاد، حيث أنها تمثل الوعاء الذي يستوعب السيولة المتوافرة في البلاد الإسلامية، ويحقق الأهداف التنموية، والتوازن، والتكامل للدول الإسلامية.
- يجب أن تخضع أعمال الأسواق المالية الإسلامية لمجموعة من الضوابط الشرعية والقانونية حتى تأتي عملياتها وفق أحكام الشرع الحنيف.
- تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة حسب الصيغة الشرعية التي يقوم عليها الصك وطبيعة العلاقة التي تربط بين الأطراف المختلفة لهذا الصك ومن أهم أنواع الصكوك نجد صكوك المضاربة، المشاركة، المرابحة، الاستصناع، السلم والإجارة، المزارعة والمساقاة والمغارسة.
- توفر الصكوك الإسلامية عدة مزايا للمتعاملين في حقلها وللأسواق المالية وللاقتصاد ككل وتعتبر الصكوك الإسلامية أداة لتمويل التنمية الاقتصادية.
- إن ابتكار أدوات مالية واستثمارية كالصكوك الإسلامية وتداولها في السوق المالية، له دور كبير في خلق فرص الاستثمار وتوجيه المدخرات إلى قنوات الاستثمار المختلفة، كما أن ازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية سيؤدي إلى تطوير السوق المالية لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه.
- تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط وآليات حتى تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- يعتبر سوق الصكوك في ماليزيا بمثابة منصة مهمة وجذابة للهيئات الحكومية والشركات لرفع الأموال طويلة الأجل لمختلف القطاعات الاقتصادية والتجارية وكذا تطوير البنية التحتية... الخ
- تصنف الصكوك حسب الجهات المصدرة لها في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، إلى صكوك الشركات وصكوك الحكومة، حيث يتم إصدار الصكوك من الشركات الخاصة والتعامل بها تحت رقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في هيئة الأوراق المالية، أما صكوك الحكومة فهي خاضعة لمراقبة البنك المركزي الماليزي
- يتيح سوق رأس المال الإسلامي الماليزي العديد من الصيغ للاستثمار في الصكوك الإسلامية أهمها صكوك البيع بثمن أجل والمرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، المشاركة والمضاربة.

- لعبت هيئة الأوراق المالية الماليزية دورا أساسيا وبارزا في تنمية وتنشيط سوق رأس المال الإسلامي من خلال انتهاجها العديد من الاستراتيجيات لتطويره لكي يكون بديلا لسوق رأس المال التقليدي

- تعتبر اللجنة الشرعية من أهم الأجهزة التابعة لهيئة الأوراق المالية الماليزية لمعاونتها في تحقيق أهدافها في بناء مكونات سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، وتمثل الأساس لمشاركي السوق والمستثمرين المسلمين لمعرفة مدى التزام سوق رأس المال الإسلامي بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما أنها تعد إحدى السمات الأساسية المميزة لسوق رأس المال الإسلامي عن السوق التقليدي في ماليزيا.

- تشكل الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية أكبر نسبة من الأوراق المالية المدرجة في بورصة ماليزيا.

- التوسع الكبير في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا وسيطرته على سوق رأس المال ، وهذا راجع للإقبال الكبير على التعامل في الصكوك والأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تعتبر أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى وك ذلك التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق رأس المال الماليزي جذابا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بسن وتوفير القوانين و التشريعات الخاصة بهذه الأدوات.

### 3- مقترحات الدراسة:

- تعد تجربة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا تجربة هامة على طريق بناء وتطوير التعامل في سوق المالية الإسلامية والصناعة المالية الإسلامية، إلا أنها بحاجة لمزيد من التطوير لتصبح موافقة للشريعة، مع التأكيد على دور الرقابة الشرعية لضمان سلامتها من المخالفات الشرعية

- العمل على النهوض بسوق الصكوك الإسلامية، وذلك بزيادة عدد الإصدارات وتنظيم تداولها.

- شجيع التداول الإلكتروني للصكوك الإسلامية والبعد عن الإجراءات الورقية المعقدة.

- حث الدول النامية مثل الجزائر على إصدار الصكوك للتغلب على مشاكل التمويل بها.

- حث البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في إصدار أوعية ادخارية متوسطة وطويلة الأجل وتوجيهها لتمويل المشروعات ذات النفع العام.

#### 4- آفاق الدراسة:

من خلال دراستنا لهذا الموضوع، تبين بأن هناك جوانب هامة لازالت في حاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل والتي يمكن أن تكون كمقترحات لأبحاث أخرى أهمها:

- أثر تداول الأدوات المالية الإسلامية المشتقة على تطوير السوق المالي في ماليزيا.
- دور الأدوات المالية الإسلامية في تطوير الأسواق المالية العربية.
- دور الصكوك الإسلامية في تمويل عجز الموازنة في الجزائر.
- واقع التمويل الإسلامي في الجزائر وآفاقه.

## قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

### أ. الكتب:

1. التميمي أرشد فؤاد ، سلام أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة، دار المسيرة، الأردن، 2004 .
2. الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2003.
3. رسمية أبو موسى أحمد، الأسواق المالية والنقدية، دار معتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005 .
4. زراري عبد النافع ، غازي فرج ، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
5. زياد رمضان، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1999 .
6. سلطان إبراهيم وآخرون ، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 .
7. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
8. شحاتة حسين ، فياض عطية، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية ، مكتبة التقوى، القاهرة، 2001.
9. عبد الفتاح إسماعيل، حنفي عبد الغفار ، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية الإسكندرية، 2009 .
10. قنطججي سامر مظهر ، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، دار أبي فداء العالمية للنشر، سوريا، 2015.
11. محمد علي جمعه وآخرون، موسوعة فتاوى المعاملات المالية للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: المضاربة، المجلد الثاني، دار السلام، مصر، 2009.
12. هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.

### II. الأطروحات والرسائل:

1. كتاف شفية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 2013، 2014/1.
2. نصبة مسعودة، "تحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال تجربة ماليزيا نموذجا"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012.

3. سمور طه خليل نبيل، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.

### III. المطبوعات الجامعية:

- دلال بن سميحة، محاضرات في مقياس تحليل مالي ونقدي معمق ، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، كليه العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2019.

### IV. المجلات والدوريات:

1. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الاقتصاد الإسلامي ، مجموعة دلة البركة، جدة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، 1995.
2. براني عبد الناصر، بركات سمير، دور الهيآت الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية "سوق رأس المال الإسلامي نموذجا"، مجلة الشريعة والاقتصاد ، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، العدد 10.
3. بوعبدالله علي، تطور إصدار الصكوك الإسلامية في بورصة ماليزيا ، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 14، 2015.
4. سليمان ناصر، السوق المالية الإسلامية كيف تكون في خدمة النظام المالي المصرفي الإسلامي، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر، مصر، العدد 21، 2003.
5. شحاتة حسين حسن ، " المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية "، الاقتصاد الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 216، ربيع الأول 1420/ يونيو 1999.
6. عبو عمر، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية ، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية ، جامعة حسيبة بن بو علي، الشلف، العدد 18 ، جوان 2017 .

7. كتاف شفية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، العدد 14، 2014.
8. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 09، 2011.

## V. المؤتمرات، الملتقيات والندوات:

1. أبو بكر صفية أحمد، صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها وأنواعها ، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004.
2. حسان حسين حامد، " ماهية الصكوك الإسلامية: الخصائص، الإصدار، الاستخدامات وأهم القضايا الفقهية المتعلقة بها "، حلقة عمل بعنوان "الصكوك: طبيعتها وتطبيقاتها، مجلس دبي الاقتصادي، 31 مارس 2010
3. خطاب كمال توفيق ، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر المصاريف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2009 .
4. خطاب كمال توفيق ، نحو سوق مالية إسلامية ، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية.
5. الساعاتي عبد الرحيم عبد الحميد، الوظائف الاقتصادية للصكوك، ندوة الصكوك الإسلامية (عرض وتقييم)، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 25 ماي 2010.
6. الشايجي وليد خالد، الحجى عبد الله يوسف، صكوك الاستثمار الشرعية ، مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الإمارات العربية المتحدة، 2004 .
7. الشيبلي يوسف عبد الله ، إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود والديون وضوابطها الشرعية، ندوة الصكوك الإسلامية ( عرض وتقييم )
8. العاني قتيبة عبد الرحمن ، "صكوك المضاربة الإسلامية، التخرج الفقهي والتصوير الفني"، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 8-6 مارس 2007 .
9. فتح الرحمن علي محمد صالح، دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية ، منتدى الصيرفة الإسلامية ، بيروت. 2008.

10. القاضي محمود ، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال - دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة -، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2005.

11. محيسن محمد فؤاد أحمد ، الصكوك الإسلامية (التوريق) وتطبيقاتها المعاصرة وتداولها، دراسة مقدمة لمنظمة المؤتمر الإسلامي، مجمع الفقه الإسلامي الدولي، الدورة التاسعة عشرة، إمارة الشارقة، الإمارات العربية المتحدة. 2009.

## VI. التقارير والدراسات

- مركز تطوير الأوراق المالية، 2004.
- هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقرير السنوي 2001
- هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي، 2004.
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، "المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية"، البحرين، 2007 .
- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم 17، "صكوك الاستثمار"، البحرين، 2010 .

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

## I. Ouvrage :

- Christian descamps , Jacques saichet , **Gestion Financier international** , Litec, 1995.

## II. Rapports :

1. International Islamic Financial Market, **Sukuk Report** ,7th Edition ,april 2018.
2. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2017.
3. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2010.
4. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2012.
5. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2014.
6. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2015.

7. securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2017.
8. Securities Commission of Malaysia, **Guidelines on the offering of Islamic Securities**, 26 July 2004.

### **III. Site web:**

- <http://www.iefpedia.com/vb/showthread>.
- <http://www.iimm.bnm.gov.my/index.php>
- <http://www.sc.com.my>
- [www.fiqhacademy.org](http://www.fiqhacademy.org).